

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**UČINEK ZAKONSKEGA PREPREČEVANJA
MANAGERSKIH PREVZEMOV V SLOVENIJI**

IZJAVA

Študent David Dolinar izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Aleša Berk Skoka doc., in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 22.09.2009

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 PREVZEMI IN OSTALE OBLIKE POVEZAV	2
1.1 OPREDELITEV PREVZEMOV	2
1.2 OBLIKE PREVZEMOV	2
1.2.1 Združitve	2
1.2.2 Prevzem z odkupom delnic	3
1.2.3 Prevzem z odkupom premoženja	3
1.3 ODKUPI Z ZADOLŽITVIJO	4
1.3.1 Najpogostejše oblike odkupov z zadolžitvijo	5
1.3.1.1 Skupen odkup podjetja	6
1.4 MOTIVI IN POGOJI ZA IZVEDBO ODKUPOV Z ZADOLŽITVIJO	8
1.5 NAPAKE PRI ODKUPIH Z ZADOLŽITVIJO	10
2 ZGODOVINA MBO IN PROCES PRIVATIZACIJE	12
2.1 ZGODOVINA MBO V TUJINI	12
2.1.1 Združene države Amerike	12
2.1.2 Velika Britanija	13
2.1.3 Nemčija	14
2.2 ZGODOVINA MBO V SLOVENIJI	15
2.2.1 Proces lastninskega preoblikovanja gospodarskih družb v Sloveniji	15
2.2.2 MBO v Sloveniji ter razmere v gospodarstvu	16
2.2.2.1 Prvi val	16
2.2.2.2 Drugi val	17
2.2.2.3 Tretji val	18
2.2.2.4 Četrty val	21
3 PREVZEMNA ZAKONODAJA	26
3.1 EVROPSKA PREVZEMNA ZAKONODAJA	26
3.1.1 Prevzemna direktiva Evropske Unije (DIREKTIVA 2004/25/ES)	26
3.1.1.1 Ponudba za prevzem in določitev pravične cene	27
3.1.1.2 Veljavni pravni red	28
3.1.1.3 Pravica do izključitve in pravica do izstopa manjšinskih delničarjev	28
3.2 ZAKONODAJA V SLOVENIJI	29
3.2.1 Privatizacijska zakonodaja	29
3.2.2 Prevzemna zakonodaja	30
3.2.3 »Protitajkunska« zakonodaja	34
3.2.4 Zakon o jamstveni shemi in »protitajkunske« izjeme	36
SKLEP	37
LITERATURA IN VIRI	38

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Oblike odkupov podjetja</i>	<i>5</i>
<i>Slika 2: Struktura in način financiranja skupnega odkupa podjetja</i>	<i>7</i>
<i>Slika 3: Število buy-out in buy-in odkupov brez zunanjega financiranja v VB, v obdobju 1979-2008</i>	<i>14</i>
<i>Slika 4: Bilančna vsota bank v primerjavi z BDP, v obdobju 2004-2008 (v mio. €).....</i>	<i>19</i>
<i>Slika 5: Delež investicij kot odstotek BDP, v obdobju 2001-2008</i>	<i>20</i>
<i>Slika 6: Saldo tekočega računa plačilne bilance RS, v obdobju 2001-2008 (v mio.€).....</i>	<i>22</i>
<i>Slika 7 : Delež dolga v financiranju slovenskega gospodarstva, v obdobju 2004-2008</i>	<i>23</i>
<i>Slika 8: Bruto in neto zunanji dolg, v obdobju december 2003-april 2009 (v mio. €).....</i>	<i>24</i>
<i>Slika 9: Gibanje slovenskega borznega indeksa SBI 20, v obdobju januar 2004-april 2009</i>	<i>24</i>
<i>Slika 10: Izkoriščenost proizvodnih zmogljivosti, v obdobju jan. 2004-feb. 2009</i>	<i>25</i>
<i>Slika 11: Metodi lastninjenja v Sloveniji.....</i>	<i>29</i>
<i>Slika 12: Ilustrativni primer dopolnitve 592. člena ZGD-IA.....</i>	<i>35</i>

UVOD

Kot temeljno izhodišče pričujočega diplomskega dela sem si izbral tisti del slovenskega privatizacijskega horizonta, ki se začne v začetku 90-ih z vesplošno oziroma množično prerazdelitvijo družbenega bogastva v zaseben roke (kot posledica menjave ekonomskega sistema), nadaljuje s prvimi managerskimi odkupi ter doseže vrhunec s sprejetjem zakonodaj, ki skušajo preprečevati tovrstne prevzeme, konec leta 2007.

Dejstvo namreč je, da so se od začetne vznesenosti ob hkratni menjavi družbenega in gospodarskega sistema veskozi dogajale anomalije, ki so privedle do situacij, da največja slovenska podjetja lastniško obvladujejo posamezniki ali ožji krog posameznikov.

Namen diplomskega dela je analiza poteka razvoja zakonodaj, ki regulirajo managerske prevzeme v Sloveniji in Evropski Uniji (EU). Glavni cilj je predvsem ugotoviti vzroke, zakaj se je v Sloveniji pojavila potreba po tako drastični spremembi prevzemne zakonodaje, bančne zakonodaje ter zakonodaje, ki ureja delovanje gospodarskih subjektov, in ugotoviti ostale makroekonomske kategorije, ki bi lahko imele močan vpliv na prevzemne aktivnosti in managerske odkupe.

Razlog za tovrstni izbor teme vidim predvsem v možnosti poglobitve razumevanja redistribucije nekdanj skupne lastnine, ki so jo ustvarili naši starši in stari starši, ter spoznanja tistega dela »slovenske zgodbe o uspehu«, ki pogosto ostane zamolčana in skrita očem javnosti.

Prvi del je predvsem teoretsko obarvan. Glede na dejstvo, da je kapitalizem v Sloveniji in ostalih post-socialističnih družbah relativno mlad, se bom posluževal izkušenj od anglosaksonskih raziskovalcev in teoretikov. Nisem pa povsem obšel domače literature, saj zaradi specifičnosti dogodkov, ki so se odvijali pri nas, potreže z marsikatero edinstveno ugotovitvijo.

Drugi del na eni strani prikazuje zgodovino odkupov z zadolžitvijo v Združenih državah Amerike (ZDA) in Veliki Britaniji (VB) ter Nemčiji na drugi. Takšen izbor se mi zdi smiseln zaradi dejstva, ker šteje omenjeni anglosaksonski deželi za zibelki kapitalizma ter odkupov podjetij z zadolžitvijo. Izbor Nemčije pa utemeljujem s podobnostjo gospodarske ureditve, ki jo formiramo zadnjih dvajset let pri nas.

Nadaljevanje drugega dela je namenjeno tako raziskavi slovenske privatizacije, ki jo lahko šteje kot podlago vsem managerskim prevzemom, kot tudi domačim managerskim prevzemom nasploh. Glede na posamezne značilnosti, ki so zaznamovale dogajanje v našem gospodarstvu, sem managerske odkupe razdelil na več valov ter znotraj njih skušal ugotoviti ter navesti najpomembnejša dejstva posameznega obdobja.

Osrednji, tretji del je namenjen raziskavi zakonske ureditve prevzemnih aktivnosti. Z ozirom na dejstvo, da smo kot polnopravni člani EU morali prilagoditi svoj pravni red s temeljnimi akti Evropske Unije, naprej navajam zakonske določbe, ki veljajo v celotni skupnosti. Temeljna pozornost pa je namenjena raziskovanju razvoja in evolucije domače prevzemne zakonodaje.

V zaključku diplomskega dela so strnjene temeljne ugotovitve raziskovanega področja, lastna izkustva doživeta ob raziskovanju ter sodba, ali so spremembe v zakonodaji prinesle želene učinke ali pa še zmeraj obstajajo načini, kako obiti zakonodajo ter speljati prevzem in ali so bile spremembe v določeni meri populistični ukrep sprejet v naglici.

1 PREVZEMI IN OSTALE OBLIKE POVEZAV

1.1 OPREDELITEV PREVZEMOV

V angloameriški literaturi se za termin »prevzem« najpogosteje uporabljajo trije izrazi: »takeover«, »merger« in »aquisition«.

Izraz »takeover« velja za najbolj splošnega, pomeni prenos nadzora nad podjetjem z ene skupine delničarjev na drugo skupino delničarjev. Ross (1993, str. 828) izraza »merger« in »aquisition« opredeljuje kot dodatni podobliki prenosa nadzora nad podjetjem, izhajajoča iz termina »takeover«. Sundarsanam (1995, str. 1-2) »aquisition« razlaga kot nakup drugega podjetja, »merger« pa kot skupni nastop podjetij katerih cilj je združitev sredstev za doseg skupnih ciljev. Podobno termin »merger« opredeljuje tudi Lahovnik (1998, str. 14) z opredelitvijo, da gre pri tem za sporazum dveh ali več podjetij, ki se združijo in ustanovijo novo podjetje, pri čemer pa prejšnja podjetja prenehajo obstajati.

Tajnikarjeva (2000, str. 25) opredelitev navaja, da gre za kupoprodajni odnos, v katerem prevzemno podjetje oziroma lastniki prevzemnega podjetja z nakupom delnic dotedanjih lastnikov prevzetega podjetja pridobijo kontrolni delež v prevzetem podjetju.

Značilnost prevzemov je vezana na trg vrednostnih papirjev, značilnost združitve pa na statusnopravna razmerja. Lahko se tudi zgodi, da je prevzem način za izpeljavo združitve, saj je z njegovo pomočjo mogoče zbrati zadostno količino upravljavskih pravic, ki zagotavljajo tako raven odločanja, da se na skupščini lahko izglasuje sklep o združitvi (Peterca, 2005, str. 9).

Problem pri uporabi zgoraj navedenih terminov predstavlja tudi mešanje pravnih in ekonomskih kriterijev razmejnitve. Ekonomska stroka v večini primerov uporablja izraza »mergers« oz. »aquisitions«, pri tem pa imajo v mislih vse pravne oblike povezovanja podjetij. Pravna stroka pa ločuje prevzeme predvsem glede na število pravnih oseb, ki ostanejo po prevzemu (Bešter, 1996, str. 29).

1.2 OBLIKE PREVZEMOV

Pred samo nadaljnjo razpravo o prevzemih bi se z namenom jasnejšega razumevanja zapisanega na kratko opredelil do termina prevzem. Najbolj se strinjam z opredelitvijo, ki je tudi v slovenski literaturi najpogosteje uporabljena in navaja, da je prevzem opredeljen kot pridobitev določenega deleža lastninskih pravic v prevzetem podjetju, ki prevzemnemu podjetju zagotavlja kontrolni delež za odločilno vplivanje na poslovanje podjetja, ki je bilo prevzeto (Tajnikar, 2000, str. 25).

Osnovne vsebinske oblike prevzemov se najpregledneje razdeli na: **združitve**, **prevzeme z odkupom delnic** in **prevzeme z odkupom premoženja** (Bešter, 1996, str. 29).

1.2.1 Združitve

Z **združitvi** imam v mislih proces, ko iz dveh ali več podjetij nastane eno samo. Znotraj združitve ločim **pripojitve** in **spojitve**. Kadar od vseh podjetij, ki so vključena v proces združevanja, ostane eno, govorim o pripojitvi. Podjetja, ki so pripojena k podjetju, ki ohrani svojo prvotno pravno obliko, prenesejo nanj vse svoje premoženje skupaj z obveznostnimi, sama pa prenehajo obstajati. O spojitvah govorim takrat, ko se dve ali več podjetij združi v popolnoma novo

podjetje. Novonastalo podjetje nase prevzame vse obveznosti in premoženja, izhajajoč iz podjetij, ki so sodelovala v procesu združevanja (Hampton, 1989, str. 394).

V domači praksi je najbolj zgovoren primer združitve dveh podjetij iz živilsko-predelovalne industrije – Droge Portorož, d.d. in Kolinske, d.d. – v novo podjetje, ki nosi ime obeh – Droga Kolinska, d.d. Sodeč po zgornji opredelitvi uvrščam tovrstno združitve med spojitive.

Povsem na mestu se mi zdi poudariti še lastnost, ki zadeva ta primer in se jasno kaže tudi v tuji praksi. V zadnjih letih je namreč prišlo do nemalo združitve približno enako velikih in močnih podjetij, ki delujejo v isti branži. Takšne združitve se označuje tudi kot **horizontalne**, značilne so predvsem v avtomobilski in naftni industriji. Poznane so tudi **vertikalne** – povezovanje podjetij na različnih stopnjah proizvodnega procesa – in **konglomeratne** združitve – povezovanje podjetij iz popolnoma različnih področij delovanja (Weston, 1990, str. 4).

Glavna prednost združitve pred ostalimi oblikami je relativno enostaven prenos lastništva, ki postane s formalno združitvijo dejansko samodejen. Problemi pa se lahko pojavijo iz pravic posameznih delničarjev, ki imajo ob združitvi pravico do prodaje svojih delnic po poštenu ceni, ki pa jo je težko določiti in je po navadi višja od tržne (Ross, 1993, str. 827).

1.2.2 Prevzem z odkupom delnic

Pri tovrstnem prevzemu gre za nakup zadostnega števila delnic (lastniških vrednostnih papirjev), s katerim se uveljavlja večinsko lastninsko pravico. Samo lastništvo vrednostnih papirjev (in s tem povezano lastništvo nad podjetjem) ne vpliva na statut podjetja, saj le-to lahko ostane odprta delniška družba. Ni pa izključena možnost združitve s podjetjem, ki je večinski delničar. Kupci se lahko o nakupu pogovarjajo tako z managerji kot tudi z delničarji (lastniki). Do komunikacije z obojnimi akterji pride samo v primeru, ko se vodstvo podjetja, ki je tarča prevzema, strinja s postopkom prevzema – govorimo o t. i. »prijateljskem prevzemu«. Neformalni pogovori lahko potekajo dlje časa, uradno pa se postopek začne šele z objavo namere o prevzemu. V primeru, ko poslovodstvo izrazi odpor do takšnega prevzema, dostikrat zaradi bojazni izgube delovnega mesta, je omogočena samo komunikacija z delničarji. Tovrstne prevzeme označujemo kot t. i. »sovražne prevzeme« (Bešter, 1996, str. 32).

Gledano skozi pravni vidik, je ena izmed glavnih prednosti prevzema z odkupom delnic, da prevzeto podjetje ohrani položaj neodvisnega podjetja. V praksi to pomeni ohranitev veljavnosti dolgoročnih pogodb s poslovnimi partnerji. Ne morem pa tudi mimo dejstva, da novi večinski lastnik podjetja prevzema odgovornost za poravnavo obveznosti ciljnega podjetja samo v višini, ki odraža odstotek lastništva v družbi. Ker prevzemniku za uspešnost vodenja družbe zadostuje že večinski delež, mu ni potrebno pridobiti vseh delnic. Velja pa opomniti še na problem zastojkarstva ali t. i. »*free ride*« manjšinskih delničarjev. Do tega pojava pride, ko lastnik vlaga nova sredstva in znanje v prevzeto podjetje, posledično ustvari tudi večji dobiček. Koristi od tega – v povečanju vrednosti premoženja – imajo vsi, tako tisti, ki so sodelovali aktivno pri tem dejanju, kot tudi ostali lastniki podjetja. Takšna sosledica dogodkov dostikrat pripelje do združitve prevzetega podjetja z večinskim lastnikom. Pomembno vlogo odigrajo manjšinski delničarji, ki pričakujejo dodaten zaslužek v primeru privolitve v združitve (Ross, 1993, str. 827).

1.2.3 Prevzem z odkupom premoženja

O tovrstnem prevzemu gre govor takrat, ko prevzemno podjetje kupi sredstva ciljnega podjetja. Postopek prevzema z odkupom premoženja podjetja zahteva glasovanje delničarjev ciljnega podjetja. Pri takšnem načinu prevzema se podjetje v vlogi prevzemnika, izogne problemu

zastojkarstva, ki se lahko pojavi pri prevzemu z odkupom delnic (Ross, 1993, str. 828). Ciljno podjetje po prodaji premoženja prevzemniku lahko ostane nespremenjeno, običajna praksa pa je, da po končanem prenosu lastništva preneha obstajati kot pravna oseba (Bešter, 1996, str. 32).

Kljub zapletenosti izvedbe takšnega postopka zaradi podrobnega pregleda poslovanja in priprave številnih dokumentov za prenos lastništva, ki terjajo veliko časa in povzročijo nemalo stroškov, obstajajo tudi določene prednosti. Največja se kaže v možnosti izbire, ki jo ima prevzemnik v tem, da se izrecno odloči, kateri del premoženja in obveznosti bo prevzel. Tako ima možnost kupiti samo tiste dele podjetja, ki se zdijo zanimivi in v njih vidi možnost nadaljnega uspešnega poslovanja. V primeru, ko se mu zdi celotno podjetje primerno za nakup, se lahko odloči tudi za takšno dejanje. Pri prevzemu z odkupom delnic tovrstne izbire nima, saj kupuje podjetje kot celoto (Bešter, 1996, str. 36).

1.3 ODKUPI Z ZADOLŽITVIJO

Pred samo razpravo o smelosti in smiselnosti managerskih prevzemov se najprej sprašujem, kaj je pravzaprav vloga managementa v podjetju. Njihova osnovna naloga je povečevanje vrednosti premoženja lastnikov, za kar so ne nazadnje tudi dobro plačani. Osnovni interes managerjev, ki prevzemajo podjetje, je prikazati čim nižjo vrednost podjetja (tukaj je moč uporabiti veliko število prijemov, tudi računovodskih). Posledice se kažejo v slabšem izkoristku potenciala podjetja v daljšem časovnem obdobju.

Odkupi podjetij z zadolžitvijo so vsebinsko ena izmed prej naštetih oblik prevzemov. Razlikujejo se v eni bistveni stvari od ostalih prevzemov – načinu financiranja. Za tovrstne prevzeme je značilna visoka stopnja dolžniškega kapitala.

Pri proučevanju prevzemov in odkupov podjetij z zadolžitvijo sem prišel, skozi prebiranje raznovrstne literature, do ugotovitev, da je sam izvor in množičnost tovrstnih prevzemov v ZDA in VB. Posledično je tudi terminologija, ki jo bom uporabljal tudi sam, obarvana anglosaksonsko. Z izrazom »*leveraged buy-out*« (LBO) bom imel v mislih prevzem z zadolžitvijo.

LBO opredeljujem kot finančno tehniko, katere glavni cilj je pridobitev večinskega deleža v podjetju s strani skupine kupcev, ki so lahko zasebni vlagatelji, institucionalni vlagatelji, komercialne banke ali kombinacija le-teh. Večino nakupa financirajo z dolgom, ki je po navadi poplačan preko finančnih sredstev, ki jih prevzeto podjetje (prevzemna tarča) generira samo v obliki operativnih denarnih tokov¹ oziroma z odprodajo delov ali deležev prevzetega podjetja, ki niso bistveni za nadaljnjo uspešnost poslovanja prevzetega podjetja (Baldi, 2004a, str. 2).

Bešter (1996, str. 32) izraz LBO označuje kot odkup podjetja, pri katerem vlagatelji niso nujno le managerji, in omenja celo možnost, da se odprta delniška družba ne preoblikuje v zaprto. Pri načinu financiranja prevzema poudarja, da prihaja do povečanja zadolženosti oziroma finančnega vzvoda².

O preoblikovanju odprte delniške družbe v zaprto govorim takrat, ko družba, ki je kotirala na borzi, preide v lastništvo manjšega kroga delničarjev. Le-ti jo umaknejo iz borze. Do takšnega dejanja po navadi pride, ko se struktura lastnikov, iz razpršenih malih delničarjev, ki niso aktivno vključeni v njeno poslovanje, spremeni v nekaj večjih delničarjev, ki igrajo aktivno vlogo pri

¹ Operativni denarni tok - rezultat poslovanja v razmerju do vezanega kapitala (osnovna in obratna sredstva brez tekočih sredstev).

² Finančni vzvod je razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom (dolgovi in kapitalom) glede na razmerje med donosom naložb in ceno (stroški) virov financiranja.

vodenju podjetja, med katerimi se pogosto pojavlja tudi management prevzete družbe (Mramor, 1999, str. 116).

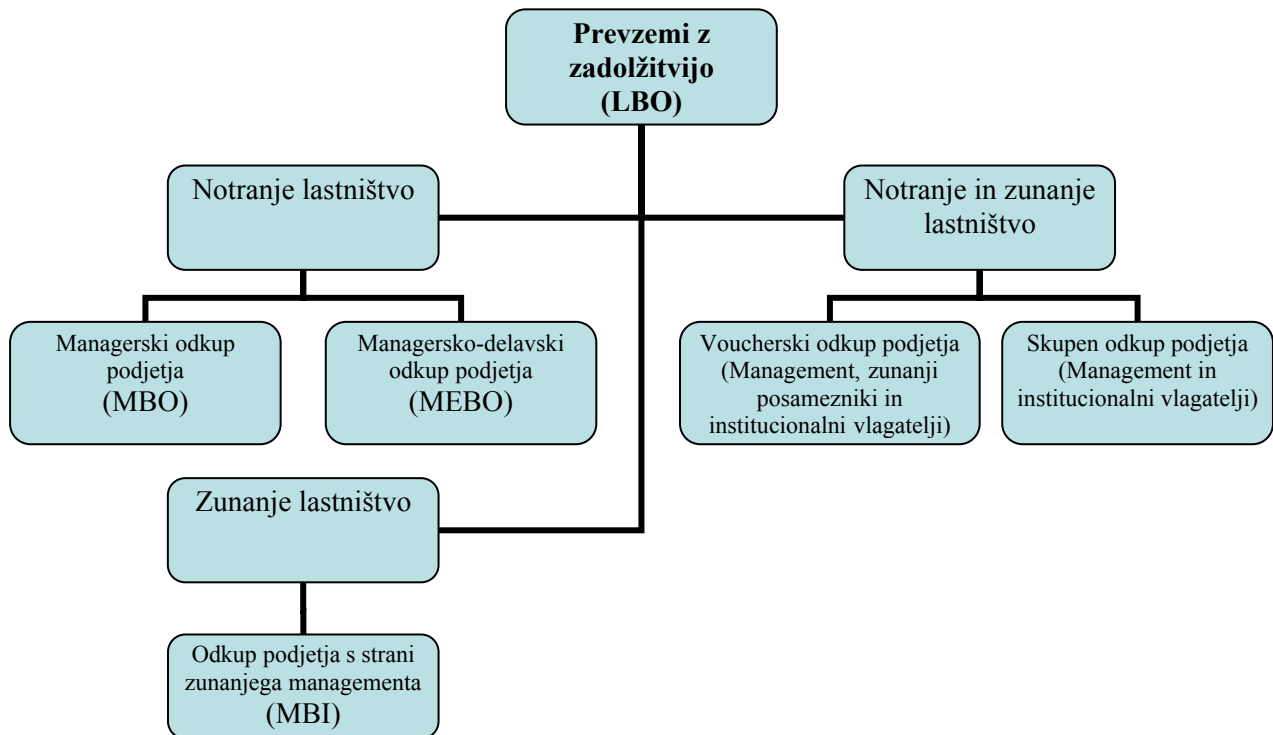
Van Horne (1995, str. 691) navaja motive za prehod iz odprte delniške družbe v zaprto:

1. stroški, ki jih predstavlja kotacija na borzi;
2. sestanki z borznimi analitiki – vodstvo podjetja mora razpravljati o poslovno občutljivih informacijah;
3. objavljane vse relevantnih informacij in podatkov v zvezi s poslovanjem podjetja – odziv se po navadi kaže v gibanju cene delnice;
4. osredotočanje na četrtletne rezultate – taka miselnost ni v skladu z dolgoročnim razvojem podjetja;
5. izboljšanje managerskih spodbud pri doseganju boljših rezultatov.

1.3.1 Najpogostejše oblike odkupov z zadolžitvijo

LBO-je lahko razdelim v posamezne podskupine glede na to, kako se prepleta status lastništva družbe in zaposlenost v tem podjetju. Tako ločim: notranje lastnike, zunanje lastnike in kombinacijo omenjenih dveh.

Slika 1: Oblike odkupov podjetja



Za **notranjo** lastniško strukturo je značilno, da so lastniki izključno zaposleni v podjetju, ki je predmet prevzema. V praksi sta poznani dve najbolj tipični obliki notranjega lastništva.

Pri prvi gre za managerski odkup podjetja oz. »*management buy-out*« (MBO), kar pomeni, da odkup podjetja izvede obstoječi management oziroma le del tega. Managerji, zaposleni v podjetju, ki je predmet prevzema, financirajo omenjeno transakcijo deloma s svojim premoženjem, večinoma pa z najetimi posojili (Wright & Robbie, 1996, str. 691). Ta posojila so najpogosteje zavarovana s premoženjem podjetja, ki je predmet prevzema.

Večina LBO-jev je tudi MBO, vendar se izraz LBO uporablja bolj splošno in poudarja način financiranja z zelo visokim povečanjem zadolžitve. Ko gre govor o MBO, je v mislih LBO, ki ga je spodbudil notranji management.

MBO se kot oblika odkupa pogosto pojavlja, ko podjetje odproda podružnico ali pa del matičnega podjetja. Pri tem gre za t. i. »*divisional buyout*«. Tovrstni odkupi so se pojavili v osemdesetih letih prejšnjega stoletja v ZDA in VB, kasneje pa so se uveljavili tudi drugje po svetu (Wright & Robbie, 1996, str. 691).

V drugi inačici notranjega odkupa pri t. i. »*management and employee buy-out*« (MEBO) poleg vodilnega kadra sodelujejo še ostali zaposleni (Definicija MEBO, 2009).

V primeru, ko pride do odkupa podjetja s strani zunanjega managementa oz. »*management buy-in*« (MBI), torej s strani oseb, ki niso zaposlene v podjetju, je to pojmovano kot **zunanji** odkup podjetja (Definicija MBI, 2009).

Pri kombinaciji **notranjega in zunanjega** lastništva se največkrat omenja dva pristopa. Prvi način je t. i. »*voucherski*« oz. »*certifikatni*« način, za katerega je značilno, da vključuje tako management kot zunanje posameznike in tudi institucionalne vlagatelje. V našem okolju je tovrstni sistem zelo poznan, saj se je v procesu privatizacije družbenega lastništva najpogosteje pojavljal. Drugi način pa je opisan v naslednji točki (Definicija BIMBO, 2009).

1.3.1.1 Skupen odkup podjetja

Za **skupen odkup podjetja** je značilno sodelovanje obstoječega managementa in institucionalnega vlagatelja. Večina managerskih odkupov v svetu se izpelje tako, da se ekipa managementa poveže s posebno vrsto finančnih skladov – »*private equity fund*« oz. **sklad zasebnega lastniškega kapitala** (sklad), ki managersko ekipo finančno podpre in ji pomaga financirati MBO. V takem primeru sklad zagotovi veliko večino sredstev, potrebnih za prevzem (Marter, 2007, str. 37).

Tovrstne oblike odkupov so se pojavile v ZDA konec osemdesetih let prejšnjega stoletja, v zadnjem desetletju pa so prisotne domala po vsem svetu, tako se je tudi pri nas zgodilo že nekaj managerskih odkupov s pomočjo tujih skladov. Sicer so nam managerski odkupi v sodelovanju z institucionalnimi vlagatelji znani tudi iz domačih prevzemov. Vendar so ti drugačni od tistih v tujini. Bolj kot ne spominjajo na piramidno igro ali pa na ruske babuške z izrazito komponento osebnih poznanstev.

Te sklade opredeljujem kot srednje do dolgoročne vlagatelje v podjetja, ki niso uvrščena na borzo ali kot sovlagatelje v podjetja kotirajoča na borzi. Usmerjajo se predvsem v zrele industrijske panoge, saj je za podjetja teh panog značilen stabilen in relativno predvidljiv denarni tok (European Central Bank (ECB), 2007, str. 8-12). Sklad v tem času pričakuje, da bo managerska ekipa uresničila poslovni načrt, ki mu ga je predstavila, preden se je odločil, da jih podpre. Po obdobju treh let začne sklad, skupaj z managerji, aktivno iskati kupca za podjetje, ki je po navadi

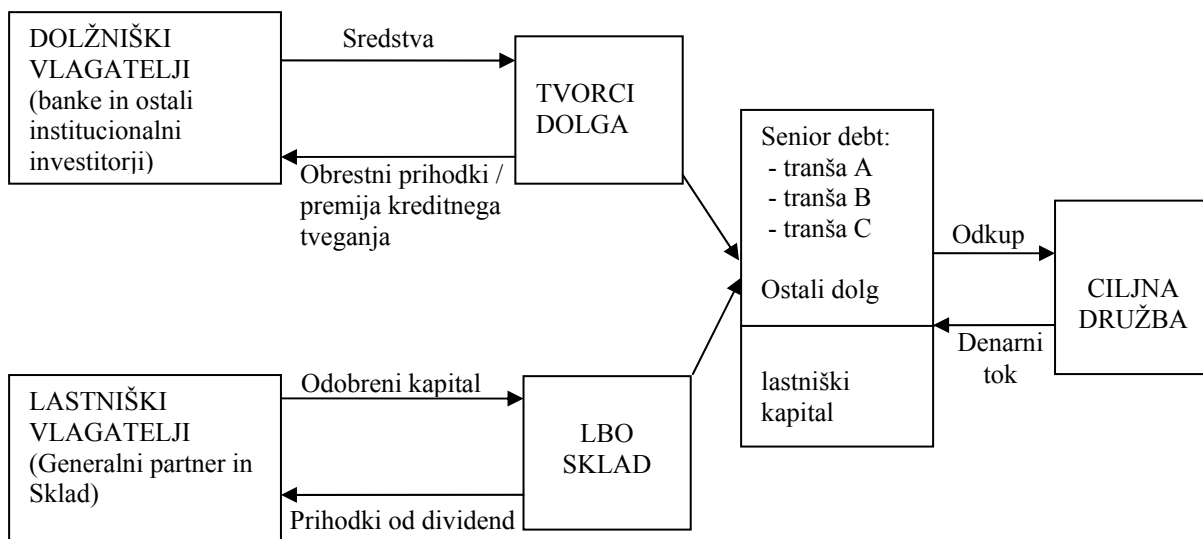
večje, kot pa je bilo pred vstopom sklada v lastniško strukturo. Skoraj vsi skladi delujejo tako, da po obdobju petih let zagotovijo prodajo vsake posamezne naložbe. Dlje kot pet let ostanejo lastniki le izjemoma v primerih, ko je podjetje težko prodati ali mora končati določeno razvojno fazo (Marter, 2007, str. 37).

V začetni fazi sodelovanja »**generalni partner**« (tj. običajno podjetje, ki ga ustanovi obstoječi management podjetja, ki je predmet MBO; takšen naziv ima zaradi tega, ker skupaj s skladom vodi prevzem), ki ima relativno omejeno možnost financiranja, vloži v sklad pomemben znesek lastnih sredstev (po navadi v višini od 3 % do 5 % celotne vrednosti prevzema), kot nekakšno garancijo in potrditev resnosti svojih namenov (ECB, 2007, str. 8).

Nekaj lastnih sredstev v projekt vloži tudi sklad, večino pa jih pridobi s strani institucionalnih vlagateljev v obliki dolga. To so običajno pokojninski skladi, zavarovalnice ter skladi tveganega kapitala in banke, vendar te v manjšem obsegu. Ti skupaj priskrbijo preostanek potrebnega kapitala (ECB, 2007, str. 9).

Iz zapisanega lahko ugotovimo, da je vloga sklada večplastna. Na eni strani mora najti skupen jezik z managementom, ki se odloča za MBO, na drugi strani pa mora najti primerne vlagatelje, ki so pripravljeni sovlagati v zastavljen projekt. V tej tripartitni družbi sklad igra ključno vlogo.

Slika 2: Struktura in način financiranja skupnega odkupa podjetja



Vir: ECB, 2007, str.9.

Ko je s strani prevzemne družbe dokončno določena ciljna družba in je oblikovan proces prevzema, institucionalni vlagatelji priskrbijo dolžniški kapital. Tovrstni dolg je večplasten, kar se odraža v lastnostih in ročnosti. V večini primerov banke priskrbijo dolžniška sredstva, ki jih lahko obdržijo ali pa naprej prodajo institucionalnim vlagateljem.

Dolžniški kapital je tako sestavljen vse od običajnega dolga oz. »*senior debt*«, ki je, gledano s strani kreditorejmalca, najcenejša oblika financiranja in je običajno zavarovan z ciljno družbo ali z njenimi delnicami, pa vse do kompleksnejših izvedenih instrumentov. »*Senior debt*« je po navadi razdeljen v več tranš, za katere so značilne različne stopnje tveganja in pogoji poplačila dolga. Tako so »Senior A tranše« najvarnejša oblika posojila, običajno z vnaprej določenim odplačilno shemo, ki po navadi traja od 6 do 7 let. Tranši nižje kakovosti sta na primer »Senior B« in »Senior C«, katerih značilnost je odplačevanje dolga v obliki »strelne kroglice«, kar pomeni, da odplačevanje dolga narašča tekom trajanja investicije. Tovrstni način zadolževanja omogoča zmanjšanje finančnega pritiska in potrebe po denarnih tokovih v prvih letih po prevzemu – torej v

obdobju, ko je potreba po denarnih tokovih največja. Zaradi višjega tveganja imajo te tranše višjo zahtevano obrestno mero kot tranša A (ECB, 2007, str. 11).

Tipična sestavina MBO so tudi visoko donosne obveznice oz. »*high-yield bonds*« in podrejena posojila, ki so oblikovana kot kombinacija različno tveganih dolžniških vrednostnih papirjev oz. »*mezzanine capital*«. Za njih je značilno izplačilo kuponov in dividend z novimi vrednostni papirji oz. »*payment in kind*« (ECB, 2007, str. 11).

Proces vstopa sklada v lastniško strukturo podjetja po navadi prinese izboljšanje učinkovitosti poslovanja zaradi spremembe delovne prakse. Managerji skladov imajo zaradi vključenosti in izkušenj v več podjetjih ogromno izkušenj in povezav med različnimi podjetji in trgi. Kritiki ob tem navajajo, da dejansko ne prihaja do večjih sprememb v poslovanju, ampak se rezultat izboljša zaradi zmanjšanja sredstev za razvoj in odpuščanja delavcev. Ko v vodstveno strukturo vstopijo managerji sklada, brez večjih emocionalnih pretresov odpustijo določen število ljudi, saj jim je delovanje v posameznem podjetju zgolj začasno opravilo in se ne ozirajo na dolgoročni razvoj.

Bistvena faza pri tovrstnih prevzemih je **izstopna strategija**. Ko investicija »generalnih partnerjev« pride v zrelo fazo, je potrebno podjetje prodati in zanj iztržiti čim več, saj s tem pride do maksimiranja in udejanjenja kapitalskega dobička. Učinkovita in izvedljiva izstopna strategija v fazi zrelosti je najpomembnejši element za vse potencialne vlagatelje, saj ravno iztržek od prodaje predstavlja oz. izkaže dejansko donosnost naložbe (ECB, 2007, str. 10).

Na tem mestu velja še zapisati, da takrat, ko upravljavci sklada skušajo pridobiti sredstva pri institucionalnih vlagateljih, skušajo dobiti sredstva za več kot en sam projekt ter si tako ustvarijo odprte opcije za več projektov. Po izstopu iz podjetja in sprostitvi sredstev strmijo k temu, da so ta sredstva ponovno vložena v nov projekt ter se tako naprej plemenitijo, namesto da bi jih vrnilo posojilodajalcem (ECB, 2007, str. 10).

Najpogostejše izstopne strategije (ECB, 2007, str. 10):

1. IPO (ponovna uvrstitev podjetja na borzo);
2. prodaja kakšni drugi družbi (konkurentu) v celoti ali po delih;
3. prodaja drugemu skladu;
4. rekapitalizacija³.

Uspešnost prevzema s strani sklada je pogojena tudi s tržno koncentracijo, ki jo dosega v dotični branži na posameznem trgu. Lahko se pripeti, da regulatorni organ, ki skrbi za varstvo konkurence, ne privoli k prevzemu, saj bi kljub zgolj začasnemu lastništvu lahko nastal prevladujoči položaj na trgu. Podobno se lahko zgodi tudi, ko sklad prodaja podjetje naprej drugemu skladu ali konkurentu podjetja.

1.4 MOTIVI IN POGOJI ZA IZVEDBO ODKUPOV Z ZADOLŽITVIJO

Baldi (2004, str. 3) kot motive LBO-ja opredeljuje na eni strani **strateško-proizvodno** naravnost in na drugi **finančno-špekulativno**.

³ Proces, ki privede do spremenjenih razmerij med lastniškim in dolžniškim deležem kapitala v podjetju.

V prvem primeru, ko gre za prevzem iz *strateško-proizvodnih* nagibov, se prevzemniki (med njimi običajno tudi obstoječi management) osredotočijo na poslovno značilnost podjetja. Zanašajo se na sposobnost managementa izboljšati učinkovitost poslovanja in sposobnost povečanja prilagodljivosti na spreminjajoče se zunanje pogoje, kot so tržne razmere, z namenom, da bi okrepili temeljni cilj podjetja – dobičkonosnost (Baldi 2004, str. 3).

Poleg rasti dobička iz poslovanja in zmanjšanja stroškov fiksnega kapitala je pomembna tudi odprodaja tistih delov (sredstev) podjetja, ki ne predstavljajo temeljnega jedra za nadaljnjo rast osnovne dejavnosti. Tako se lahko donosnost naložb oz. »*return on investments*« (ROI) izboljša. Če je razlika med ROI in stroški dolga pozitivna ter je s tem ustvarjen dodatni prosti denarni tok oz. »*free cash flow*« (FCF) iz poslovanja, to pomeni več sredstev za poplačilo dolgov, ki so nastali pri prevzemu (Baldi 2004, str. 3). Prosti denarni tokovi so opredeljeni kot presežek nad sredstvi, potrebnimi za financiranje vseh projektov, ki imajo ob uporabi ustrezne diskonte stopnje pozitivno neto sedanjo vrednost (NSV).

Drugi motiv je obarvan *finančno-spekulativno*. V tem primeru se motiv za prevzem izkaže v možnosti, da prevzemniki izkoristijo neučinkovitost trga. Nepopolnost trga se pokaže v dejstvu, da je parcialno vrednotenje posameznih delov konglomeratne družbe v seštevku večje, kot če bi vrednotili celotno družbo. Dolg prevzemnikov je tako lahko v veliki meri poplačan z odprodajo posameznih delov družbe (Baldi 2004, str. 4).

Študija, v katero je vključenih prek sto francoskih podjetij, ki so bila predmet LBO-ja, med leti 1996 in 2002, je izoblikovala še nekaj tez, ki pojasnjujejo tovrstne motive.

Hipoteza prostega denarnega toka (FCF hipoteza)

To hipotezo je prvi objavil in argumentiral harvardski profesor Jensen (1986, str. 323). V njej je navedel, da managerji, ki v podjetjih ustvarjajo znaten prosti denarni tok, tovrstna sredstva raje porabijo za projekte, ki imajo negativno neto sedanjo vrednost, kot da bi presežek denarja izplačali v dividendah. Nadalje navaja, da je vpliv FCF na organizacijsko neučinkovitost največji v podjetjih, ki dosegajo nizko stopnjo rasti in imajo malo naložb s pozitivno NSV. Zapisano lahko strnim v naslednjih dveh hipotezah (Le Nadant & Perderau, 2006, str. 372):

1. verjetnost, da bo prišlo do LBO-ja v podjetju je pozitivno povezana z višino FCF;
2. verjetnost, da bo v podjetju prišlo do LBO-ja, je negativno povezana s stopnjo potencialne rasti podjetja.

Hipoteza davčnega prihranka

Tovrstna hipoteza izhaja iz predpostavke t. i. »**davčnega ščita**«. Ko pride do izvedbe LBO-ja, se zadolženost podjetja naglo poveča. To vsekakor pomeni večje izdatke podjetja za obresti in s tem povezano nižjo osnovo za odmero davka na dobiček – davčni ščit. Tako lahko ugotovimo, da so davčne ugodnosti pomemben delež prednosti LBO-ja in zapišem naslednjo hipotezo (Le Nadant & Perderau, 2006, str. 373):

3. verjetnost, da bo prišlo do LBO-ja v podjetju je pozitivno povezana s stopnjo davka na dobiček.

Hipoteze vezane na posamezne značilnosti podjetja

Za podjetja, ki delujejo v cikličnih panogah, je značilno, da so izpostavljena večjim stopnjam poslovnega tveganja, posledično imajo tudi manjše zmožnosti izpostavljenosti finančnemu tveganju ter doseganja znatnejših stopenj zadolžitve. Podjetja z nestabilnim denarnim tokom tako težje servisirajo višjo raven zadolženosti. Iz navedenega lahko pridem do nove hipoteze (Le Nadant & Perderau, 2006, str. 374):

4. verjetnost, da bo v podjetju prišlo do LBO-ja, je negativno povezana s stopnjo poslovnega tveganja podjetja.

Omeniti velja še eno pomembno tezo. Podjetja, ki predstavljajo potencialno tarčo za LBO naj ne bi bila preveč kapitalno intenzivna. Tovrstna podjetja namreč zahtevajo ogromne investicije v opredmetena sredstva. Vendar v primeru, ko pride do izvedbe LBO-ja, se večino sredstev porabi za odplačevanje najetih dolgov, tako ostane zelo malo ali skoraj nič sredstev za investicije. Iz tega lahko sklepam, da je najprimernejše obdobje za tovrstni prevzem po uspešno končanem investicijskem ciklusu. Zadnja hipoteza se tako glasi (Le Nadant & Perderau, 2006, str. 374):

5. verjetnost, da bo v podjetju prišlo do LBO-ja, je negativno povezana s glede na kapitalno intenzivnost podjetja.

1.5 NAPAKE PRI ODKUPIH Z ZADOLŽITVIJO

Pri iskanju napak in težav, ki se pojavljajo pri odkupih z zadolžitvijo, se bom osredotočil na tiste, ki izhajajo iz MBO-jev oz. MEBO-jev, predvsem zaradi dejstva, ker je bila tovrstna oblika managerskega odkupa najpogostejša praksa v našem okolju.

Nakup in eventualna prodaja lastniškega deleža je za večino udeležencev MBO-ja najpomembnejši posel njihovega življenja. Mirno lahko zapišem, da kolikor je akterjev, toliko je različnih interesov in pogledov na isto stvar. Nekateri imajo namen delež prepustiti svojim potomcem, drugi bodo počakali na primeren trenutek v bližnji ali daljni prihodnosti in ga prodali novemu strateškemu ali finančnemu vlagatelju. Spet tretji so zavezani medsebojni predkupni pravici in lahko le upajo, da bo cena transakcije, ko se bo zgodila, korektna (Peklar, 2007, str. 2).

Za večino velja, da so odlični podjetniki ali vodje, ki znajo graditi proces in premagovati izzive rasti. Le redko kateri pa ima več kot kanček izkušenj s prodajo, odhodom oziroma, kot ga imenuje strokovna literatura, **izhodom**. Velika večina se namreč ne ukvarja z vprašanjem, kaj in kako se zgodi, ko se podjetje proda. Težava, ki se lahko pojavi ni finančne narave, zadeva predvsem vpliv na medsebojne odnose med donedavnimi sodelavci, partnerji in solastniki. Nepredvidena je tudi reakcija okolja ter predvsem odnos do samega sebe. Nekaj najpogostejših napak, ki jih navaja tudi Peklar (2007, str. 2):

1. Slabo opredeljena ali neopredeljena pravila izstopa obstoječih ali vstopa novih udeležencev prevzema, ko posamezen udeleženec ne sodi več v managersko ekipo (menjava službe, zamenjava, razrešitev, upokojitev, smrt ...).
2. Prikrit začetek bitke za prevzem družbe prevzemnice – spreminjajoča se notranja razmerja kljub formalni prepovedi. (Lep primer so terminski posli s certifikati z začetkov slovenske privatizacije.)
3. V skoraj vseh primerih managerskih prevzemov v resnici poteka proces pretvorbe v družinsko podjetje s številnimi družinskimi člani in temu primernimi zapletenimi razmerji

med njimi. Učinkovito upravljanje velikega in uspešnega družinskega podjetja, s katerim imajo največ izkušenj v Nemčiji, je včasih bolj podobno umetnosti kot znanosti. Edino pravilo, ki ga boste slišali od večine uglednih nemških strokovnjakov, je – naredite vse, da boste zadržali osebna, družinska razmerja in interese izven poslovne sfere podjetja.

Podcenjevanje različnih lastniških interesov udeležencev prevzema (kratkoročni, dolgoročni, finančni, strateški in podjetniški). Ob začetku managerskega prevzema so interesi navadno enotni, gre za željo po doseganju zastavljenega cilja. Ko je cilj dosežen in se življenje nadaljuje, se motivi in interesi pričnejo spreminjati. Enako velja za razmerja med udeleženci. Nekateri od njih se upokojijo prej, drugi kasneje, spet tretji se odločijo profesionalno kariero nadaljevati zunaj prevzetega podjetja. Velika večina tovrstnih projektov v Sloveniji, ni pripravljena na opisane izzive. Večina se zadovolji z utemeljitvijo, da se ni dobro obremenjevati na zalogo in da bodo reševali probleme, ko se z njimi srečajo. Na veliko srečo in zadovoljstvo odvetnikov in svetovalcev.

4. Premalo pozitivnih organizacijskih sprememb v prevzeti družbi po opravljenem prevzemu. Slabe prakse iz preteklosti se v režiji in tokrat tudi na račun istih »igralcev« nadaljujejo, pričakovanja ostajajo, potrebe po finančnih sredstvih pa rastejo. Z zaskrbljenostjo je moč ugotoviti, da je le v redkih primerih podjetij, ki so bila prevzeta s strani managementa, opaziti pozitivne spremembe v organizaciji in poslovanju.
5. Neobstoj temeljnega postulata teorije zastopništva – managerski prevzem »*de facto*« ne pomeni oblikovanja aktivnega lastnika z močno in pozitivno razvojno vlogo. Vloga managerja je toliko močnejša, da novo lastniško vlogo iste osebe zasenči. Dasiravno lastnik obstaja, svoje vloge ne igra aktivno oziroma zanj ni primarnega, temveč sekundarnega pomena. To je zlasti značilno za večje MEBO ekipe in zaposlene ter srednji management, ki ima manjše deleže v prevzemni družbi. V takšnem okolju je težko, če ne nemogoče, strukturirati učinkovit sistem upravljanja družbe. S kančkom cinizma bi lahko rekel, da smo ponovno priča fenomenu iz časov družbene lastnine, ko ni nihče aktivno igral vloge lastnika kapitala.
6. Vse navedeno pelje h krajšemu ali daljšemu žrtvovanju razvoja na račun pridobivanja lastniške prevlade. Če se ob tem ne krši načelo enakopravnosti vseh delničarjev in so zaščitene pravice malih delničarjev, zadeva pravno ni sporna. Imela bo (oziroma že ima) svoje negativne makroekonomske učinke v posameznih okoljih, ki se bodo zaradi tega razvijala bistveno počasneje, kot bi se lahko.

Omeniti velja še nekaj specifičnih napak, ki jih je izpostavil tudi Tajnikar (2007, str. 3):

7. Premoženje, v upravljanju Kapitalske družbe (KAD) in Slovenske odškodninske družbe (SOD), je premoženje, ki je bilo v večini primerov ustvarjeno s strani vseh državljanov v času bivšega režima. Ob takšni opredelitvi izvora lastnine bi morali vsi državljani imeti enako pravico do odkupa državnega premoženja.
8. Zastavlja se vprašanje, ali vrednost delnic pri prodaji premoženja managerjem doseže najvišjo iztržljivo ceno v danem trenutku. Dejstvo je, da zunanji (tuji) kupci na trgu gledajo podjetja skozi ekonomske oči kot investicijo. Prodaja, kjer je vključena politika, ima lahko povsem svoje komponente.

9. Problem se pojavi tudi v zadolževanju pri bankah, ki ga ni mogoče servisirati. »Dve možnosti sta: takšna glavnica se ne bo nikoli vrnila, če pa se vrne, je razumljivo, da se s tem izčrpa podjetje.«

2 ZGODOVINA MBO IN PROCES PRIVATIZACIJE

Skozi raziskovanje poteka razvoja in zgodovine MBO se bom ločeno posvetil dogodkom, ki so se dogodili doma (v Sloveniji) in v tujini. Razlog za to je, da so se prevzemi pri nas, kot posledica menjave politično-ekonomskega sistema, začeli dogajati bistveno kasneje in pod drugačnimi zakonitostmi kot v tujini.

2.1 ZGODOVINA MBO V TUJINI

Pri analiziranju mednarodnih raziskav o lastništvu managementa je potrebno vedeti, da večino raziskav opravijo v ZDA, kjer je lastništvo družb, ki kotirajo na borzah, zelo razpršeno, sistem nagrajevanja managementa pa vključuje tudi močno nagrajevanje z delnicami ali delniškimi opcijami. Podobna je slika v Veliki Britaniji, drugače pa je v celinski Evropi (zlasti Nemčiji), kjer je lastniška struktura koncentrirana v rokah premožnih družin in nefinančnih podjetij. Delniške opcije ali delniški načrti so v kontinentalni Evropi le izjemoma pomemben del sistema nagrajevanja vodilnih. Vsem tem okoljem je skupna dolga zgodovina in prevladujoča vloga lastnika, na katerem temelji sodobni kapitalizem (Peklar, 2007, str. 1).

2.1.1 Združene države Amerike

Čeprav ni popolnoma jasno, kdaj se je zgodil prvi MBO, ostaja neizpodbitno dejstvo, da so se tovrstni prevzemi podjetij začeli dogajati v letih, ki so sledila koncu II. svetovne vojne (Olsen, 2002, str. 1).

V letih, ko je bil spomin na II. svetovno vojno in veliko depresijo ameriškega gospodarstva še dokaj svež, je imela velika večina institucionalnih vlagateljev odpor do visokih ravni zadolženosti podjetij. Tako so v teh letih podjetja večinoma poslovala z nizkimi stopnjami dolžniškega kapitala in primerno več lastniškega. V 60-ih letih prejšnjega stoletja je v Ameriki prišlo do združevanja podjetij in velikih konglomeratov. Tako je tovrstni proces prinesel tudi porast srednjega managementa ter znižanja dobičkonosnosti. Vse to je ustvarilo okolje, ki je pomenilo začetek sodobnih MBO-jev (Olsen, 2002, str. 1).

V poznih 70-ih in v začetku 80-ih so se začela pojavljati podjetja specializirana za tovrstne odkupe, kot npr. Kohlberg, Kravis in Roberts (KKR), ki so videla svojo poslovno priložnost v neučinkovitosti in podcenjenosti podjetij. Veliko družb, ki so bile takrat uvrščene na borzo, je kotiralo z diskontom, torej z nižjo tržno ceno, kot pa je znašala njihova neto vrednost sredstev. MBO-ji tega obdobja so se zgodil kot posledica možnosti ustvarjanja profita z nakupom celega podjetja ter kasnejše prodaje posameznih delov le-tega (Olsen, 2002, str. 2).

Osemdeseta so za ZDA predstavljala razcvet MBO-jev. K temu je v veliki meri pripomogla tudi vlada s spremembami zakonskih določil. Prišlo je do milejše politike protimonopolne zakonodaje in zmanjšanja regulacij na področju vrednostnih papirjev. Vse to je vodilo do prevzemov, ki se sicer ne bi mogli zgoditi pod predhodnimi zakoni. V tem obdobju pa se je tudi vzpostavil trg z nezavarovanimi obveznicami z visokim donosom oz. »junk bonds«, kar pa je predstavljalo možnost, da management skupaj s specializiranimi podjetij za tovrstne posle izvede velike odkupe (History of the Leveraged Buy-Out, 2009).

Obseg MBO-jev je doseglo vrhunec v poznih 80-ih. Čeprav so večje transakcije dosegale največ pozornosti, je bila velika večina odkupov izvedenih v majhnih in srednje velikih družbah z vrednostnimi manj kot 250 milijonov \$ (History of the Leveraged Buy-Out, 2009).

Začetek 90-ih je za ameriško gospodarstvo pomenil ohladitev, prišlo je do skorajšnjega zloma »junk bonds« trga. Uspešnost MBO-jev, v desetletju pred tem je povzročila močan porast institucionalnih vlagateljev (predvsem specializiranih skladov in komercialnih bank) ter z njimi povezan znaten porast razpoložljivih sredstev za odkupe. Tako se je začela tekma med vlagatelji, katere glavna posledica je bila vse manjše število poslov s ceno, ki bi omogočala visoke donose. Vse to je vodilo do izrazitih sprememb, saj se je raven lastniškega kapitala, ki je konec osemdesetih znašal nekaj manj kot 10 %, povečala na skoraj 40 % ob koncu prejšnjega desetletja (Olsen, 2002, str. 2).

Izpostaviti velja še eno posledico spremenjenih razmerij med lastniškim in dolžniškim financiranjem MBO-jev. Ker se je delež dolga v financiranju znatno zmanjšal, se je posledično možnost ustvarjanja visokih donosov s finančnim vzvodom (prek 25 %) zelo otežila. Če so do tedaj prevzemniki iskali vir visokega zaslužka v finančnem vzvodu, so se potem osredotočili na izboljšanje poslovanja in ustvarjanja dodane vrednosti znotraj prevzetega podjetja (Olsen, 2002, str. 2).

Obdobje po 11. septembru 2001 se je v ZDA sovpadalo z recesijo, ki jo je povzročila evforija za informacijskimi podjetji. Tako je FED (Ameriška centralna banka) znižal obrestne mere in spodbudil gospodarstvo. V kombinaciji z znižanjem posojilnih standardov ter spremembo zakonodaje, ki zadeva družbe uvrščene na borzo, je bil pripravljen teren za vnovični razcvet MBO-jev.

Začelo se je pravcato obdobje tekmovanj in preseganja vrednosti poslov. Dolžniški viri so zopet postali glavni vir financiranja. Proti koncu leta 2007 se je ta val nagle rasti končal. Vse več svetovnih bank je začelo objaviti slabe novice, kazale so se že prve večje izgube iz naslova kreditiranja (Stempel, 2008).

Če torej primerjamo vrednost izdanih posojil za financiranje LBO-jev v letu 2007, za katerega lahko zapišemo, da je bilo največje po skupni vrednosti poslov do sedaj, ter ga primerjamo z letom 2008, pridemo do spoznanja, da je prišlo do 80 % upada (Thomson Reuters, 2009, str. 12).

2.1.2 Velika Britanija

Kulturna in zgodovinska povezanost med ZDA in VB ima vpliv tudi na podobnosti v ekonomski sferi obeh dežel. Uspešnost ameriških MBO-jev osemdesetih let prejšnjega stoletja, katerih glavna značilnost je bila visoka raven dolžniškega kapitala, je postala fenomen celotnega poslovnega sveta. V Evropi se je ta ideja najbolj prijela v Veliki Britaniji, ki je vse do današnjih dni ohranila primat med deželami po množičnosti MBO-jev (Burrows & Wright, 2005, str. 5).

Britanski odkupni trg se je v tem času začel krepiti in razvijati. Nedvomno je k temu pripomogla tudi recesija, ki je skupaj z vse večjo mednarodno konkurenco začela siliti podjetja k racionalizaciji in prestrukturiranju. V tem času je bil vzpostavljen tudi sekundarni trg vrednostnih papirjev, ki je pripomogel k večji likvidnosti sredstev ter večji razpoložljivosti sredstev za MBO-je. Svoj prvi vrh je dosegel konec osemdesetih (Burrows & Wright, 2005, str. 6).

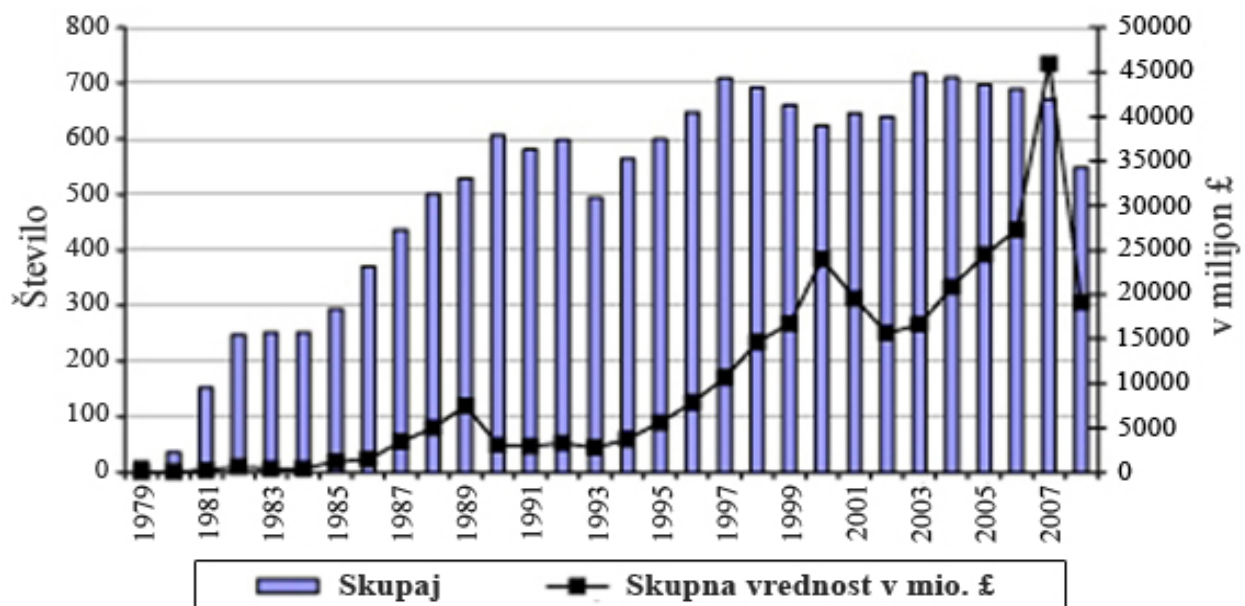
Podobno kot ameriško je tudi britansko gospodarstvo začelo pešati v začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja. Trg z visoko ravnijo dolžniškega kapitala se je sicer močno ohladil, vendar do

popolnega zamrtja ni prišlo, saj je zaradi možnosti ustvarjanja visokih donosov s finančnim vzvodom, ostal zanimiv še naprej (Burrows & Wright, 2005, str. 6).

Sredina devetdesetih prejšnjega stoletja je pomenila okrevanje britanskega gospodarstva ter ponovni zagon odkupnega trga. Najpogostejše odkupne tarče tega obdobja so bila razna propadla podjetja, javna podjetja, ki so bila predmet postopka privatizacije in odprodaja posameznih delov večjih korporacij. Ravno pri slednjih je bilo zaznati največjo aktivnost, saj so na tak način korporacije optimizirale svoje poslovanje (Burrows & Wright, 2005, str. 6).

Leta novega tisočletja so bila, kar se tiče gospodarskih gibanj, praktično identična ameriškim. Tako je tudi tu prišlo do ohlajanj gospodarstva v letih 2001 in 2002 ter nagle rasti za tem obdobjem, ki je svoj vrh dosegala v letu 2007. Iz grafa na Sliki 3 je razviden tudi strm padec v letu 2008, ko je svetovno gospodarstvo zašlo v recesijo.

Slika 3: Število buy-out in buy-in odkupov brez zunanjega financiranja v VB, v obdobju 1979-2008



Vir: CMBOR, *European Private Equity – Summary*, 2009.

2.1.3 Nemčija

V bok dvema gospodarstvoma, ki imata izrazito razvit finančni trg in ju štejemo za zibelki dolžniških odkupov, se mi zdi smiselno pogledati še deželo, ki je vsaj do nedavnega slovela kot njuno nasprotje – Nemčijo.

Za nemško gospodarstvo je bila značilna, že pred II. svetovno vojno ter tudi v letih po njej, močna skoncentriranost lastništva v družinskih podjetjih ter nefinančnih družbah. Pomembno lastniško vlogo so nedvomno igrale banke.

Samo gospodarsko okolje je vrsto let nudilo platformo, ki še zdaleč ni bila naklonjena tovrstnim prevzemom. Razlogi za takšno stanje so bili: malo ali skoraj nič specializiranih posrednikov za dolžniške odkupe, zaradi močnih bank slabo razvit trg zasebnega kapitala (*»private equity market«*) in visoke stopnje obdavčitve (Burrows, Wright & Ball, 2006, str. 10).

Do večjih sprememb je prišlo šele sredi 90-ih let prejšnjega stoletja, ko je prišlo do znatno milejše politike na področju dobičkov iz kapitalskega naslova. Svoje je dodala tudi globalizacija in z njo vse večja mednarodna konkurenčnost. Na eni strani se je tako znatno povečala razpoložljivost potrebnih kapitalskih sredstev, na drugi pa potreba po odprodaji tistih delov podjetja, ki ne predstavljajo temeljnega jedra za ohranjanje konkurenčnosti (Burrows et al., 2006, str. 10).

Nemčijo danes lahko primerjamo z ostalimi velikimi in razvitimi gospodarstvi. Tako kot smo bili še nedolgo nazaj priča rekordnim in astronomskim prevzemom, se danes srečuje z ohlajanjem gospodarstva.

2.2 ZGODOVINA MBO V SLOVENIJI

Pred samo analizo MBO-jev se mi zdi smiselno, da se ozrem še malo globlje v našo gospodarsko preteklost. S predstavitvijo dogajanja v času tik pred razpadom bivše skupne države SFRJ ter v nekaj takojšnjih letih po formiranju samostojne države želim ustvariti miselno »platformo«, ki bo pomagala pri razumevanju toka managerskih odkupov pri nas.

2.2.1 Proces lastninskega preoblikovanja gospodarskih družb v Sloveniji

Konec osemdesetih let so se začeli rušiti komunistični sistemi v srednji in vzhodni Evropi. Jugoslavija in z njo Slovenija nista bili nobena izjema. Da je do tega prišlo, niti ni bilo presenetljivo, saj so različni avtorji že dlje časa opozarjali na logične nekonsistentnosti takratnega sistema in inherentne nestabilnosti, ki so bile posledica pomanjkljive pravne države, podrejene diskrecijskim posegom vladajoče elite in institucionalne nestabilnosti (Pezdir, 2008, str. 19). Povedano drugače, eden temeljnih problemov družbene lastnine je bil v njeni neučinkovitosti, ki pa izhaja iz slabšega upravljanja, v primerjavi z upravljanjem zasebne lastnine (Žnidaršič Kranjc, 1994, str. 9).

Lastninsko preoblikovanje, ki se je pri nas formalno začelo s sprejetjem zakona o lastninskem preoblikovanju konec leta 1992, pomeni dejanski pričetek iskanja obstoječemu družbenemu premoženju (Žnidaršič Kranjc, 1994, str. 9).

Strukturne reforme, uvedene pri prehodu iz enega sistema v drugega, so si bile med tranzicijskimi državami podobne. Vse tranzicijske države so namreč imele ob začetku transformacije sistema skupen cilj - hkratno **realno** (približanje povprečju razvitosti EU 25) in **nominalno** (vključitev v evropsko monetarno območje) **konvergenco** k skupini najrazvitejših držav EU. Potrebno je bilo: stabilizirati inflacijo, liberalizirati cene, zgraditi finančni in bančni sistem ter vzpostaviti sistem lastninskih pravic. Ključno vprašanje tranzicije je bilo torej oblikovanje ustreznega institucionalnega sistema, ki zagotavlja svobodo (Pezdir, 2008, str. 30-33).

Tako se ni pojavljalo vprašanje, kaj je potrebno narediti, temveč, s katerimi instrumenti ekonomske politike, in predvsem, kako hitro je potrebno narediti. Pojavljali sta se dve opciji uvajanja sprememb. Prvi pristop je zagovarjal hitro uvedbo reform (**big bang pristop**), drugi postopno (**gradualistični pristop**). Nobena izmed tranzicijskih držav se ni odločila za čisto obliko posameznega pristopa reformiranja. Eden glavnih razlogov, ki so utemeljevali gradualizem, je bil, da lahko bigbangovski pristop k reformiranju uniči šibko makroekonomsko ravnotežje, kar pa bi se lahko pokazalo v visokih socialnih stroških tranzicije (Pezdir, 2008, str. 33).

Pravno gledano je bilo lastninjenje pri nas bistveno težje kot v ostalih socialističnih državah vzhodne Evrope, saj smo bili ujeti v fenomen prehoda iz nelastninskega stanja v lastninsko. Jugoslavija je, za razliko od Vzhodnega bloka, imela sistem samoupravljanja, kar pomeni, da podjetja niso imela znanega lastnika in so se upravljala na temelju dela (Bohinc & Milković, 1993, str. 92-93).

Najbolj pogosto uporabljena metoda privatizacije v nekdanjih socialističnih državah Evrope je bila neposredna prodaja zunanjim kupcem, predvsem prek neposrednih tujih investicij. Vendar v vseh deželah ni bilo tako. Češka in Litva sta se odločili za »vavčersko« oz. »certifikatno« metodo, kar je v praksi pomenilo množično distribucijo investicijskih kuponov. Tudi pri nas smo se srečali s »certifikatno« metodo lastninjena, vendar le kot sekundarno alternativo metodi MEBO. Izbira managersko-delavskega odkupa za naše okolje niti ni bila takšno presenečenje glede na dejstvo, da je pred začetkom tranzicije v Sloveniji deloval sistem samoupravnega socializma. Torej razmere kjer je bilo vse od vsakogar in hkrati od nikogar (Pezdir, 2008, str. 38).

Vzrok, zakaj ni prišlo do poenotenja mnenj glede metode privatizacije, lahko pojasnim z ugotovitvijo, da vlada, kljub dejstvu, da je že začela s privatizacijo, še ni imela jasno opredeljenega cilja lastninskega preoblikovanja. Samo ob jasnem cilju je mogoče razpravljati o prednostih in slabostih posamezne metode (Žnidaršič Kranjc, 1994, str. 10).

S tem, ko je bila MEBO metoda izbrana kot ena izmed alternativnih oblik privatizacije pri nas, lahko zapišem, da so bili položeni temelji za vse nadaljnje managerske odkupe.

2.2.2 MBO v Sloveniji ter razmere v gospodarstvu

Managerske prevzeme bom razdelil v štiri skupine glede na posamezne značilnosti, ki so zaznamovale dotično obdobje prevzemov. Osredotočil se bom predvsem na karakteristike posameznega obdobja in dogajanje v gospodarskem okolju in ne toliko na strogo časovno razdelitev. Tako bo lahko v nekaterih primerih prišlo prekrivanja časovnih ločnic, vendar zaradi same raznolikosti in kompleksnosti dogodkov, ki pomenijo delovanje gospodarstva, to ne bo predstavljalo večjih nelogičnosti.

2.2.2.1 Prvi val

Čeprav tu ne moremo govoriti o tipičnih primerih MBO-jev kot nas uči teorija, se mi zdi smiselno pogledati prevzeme, ki so v veliki meri zaznamovali kasnejši tok dogodkov. Prvi val managerski prevzemov uvrščam v obdobje ustanovitve **pooblaščenih investicijskih družb (PID-ov)** (več o njihovi pravni podlagi v naslednjem poglavju), neke vrste **prehodnih oblik investicijskih skladov**. Njihov temeljni namen je bil, da državljanom, ki so v procesu privatizacije pridobili lastninske certifikate in le-teh niso mogli neposredno vložiti v posamezno podjetje, to storijo oni.

Velika večina slovenskih državljanov je svoje certifikate vložila v najrazličnejše PID-e, ki so se množično ustanavljali. Največji problem takratnega časa je bil odnos do lastništva. Malokdo se je pravzaprav zavedal in doumel, kaj privatna lastnina pravzaprav je ter kakšne pravice in dolžnosti izhajajo iz nje.

Takoj po razpadu sistema centralnega planiranja je bilo jasno, da bo prišlo do padca oziroma negativnih stopenj rasti bruto domačega proizvoda (BDP). Česa drugega zaradi rigidnosti in nestabilnosti, podedovanih od centralno-planskega sistema, ni bilo mogoče pričakovati. Povedano drugače – izguba Južnih trgov ter nekonkurenčnost na Zahodu sta pomenila propad

nemalo podjetij in izgubo ogromnega števila delovnih mest. Padec BDP je pravzaprav označeval obdobje med razpadom državnega sektorja in nastankom zasebnega sektorja, ki so ga spremljali lastniški umik države iz gospodarstva, trde proračunske omejitve (prenehanje proračunskega subvencioniranja podjetij) in nastanek novih zasebnih podjetij. Gre torej za obdobje, ko je začelo prihajati do vzpona tržnega mehanizma in zatona državnega intervencionizma (Pezdir, 2008, str. 19). Takšno stanje gospodarstva, okrepljeno z visokimi ravnmi brezposelnosti, je vsekakor pospešilo prodajo certifikatov oziroma lastniških deležev novonastalih lastnikov domačih podjetij. Ljudje so takrat potrebovali denar predvsem za preživetje iz meseca v mesec ter so bili tako pripravljeni prodati svoje deleže v podjetjih tudi po nižjih cenah.

Kot ugotavlja Vavpetič (2005, str. 8) skozi pogovore z borznimi posredniki, je že v tem času, po grobi oceni, prek 50 odstotkov od 1,2 milijona slovenskih državljanov, ki so svoje certifikate vložili v enega izmed PID-ov, te delnice prodalo. Iz svojih izkušenj pa lahko dodam, da je danes ta številka bistveno višja. Skupni imenovalec tem prodajalcem je razočaranje nad vrednostjo delnic, ki so jo dosegli ob prodaji. Večino krivde valijo na uprave PID-ov in njihovih naslednikov, nekateri so jezni na državo, le redke pa so tisti, ki bi se zavedali tudi svojega dela krivde. Dejstvo namreč ostaja, da je malokdo od teh, ki so svoj certifikat vložili v PID-e, aktivneje spremljal kaj se dogaja z družbo, katere solastnik je bil. S pasivnostjo in nevednostjo malih delničarjev je bilo ustvarjeno okolje, ki je omogočalo večjim lastnikom in managementu bistveno večji vzvod moči, kot bi ga imeli sicer v deželah, kjer so finančni trgi močno razviti. Vse krivde pa ne gre pripisovati samo upravljavcem PID-ov ter aktivnejšim lastnikom. Ne gre spregledati dejstva, da določen del krivde nosijo tudi zakonodajni organi, saj so s stalnim spreminjanjem, dopolnjevanjem in poseganjem v zakone vedno znova spreminjali stanje ter tako ustvarjali nejasno sliko tega segmenta poslovnega okolja. Nehote in upravičeno se poraja vprašanje, ali so zakonodajalci imeli tudi kakšne koristi ob nenehnem spreminjanju pravil igre.

Obdobje, ko je lastništvo nad pooblaščenimi investicijskimi družbami začelo prehajati v roke družb za upravljanje ter njihovih managerjev, lahko označim kot prvi val prevzemne konsolidacije pri nas. Kljub dejstvu da je ogromno kapitala zamenjalo svoje lastnike, pa medijskih razsežnosti, kot so jih dosegali zadnji prevzemi, ni bilo čutiti. Najuspešnejša managerja tega obdobja sta vsekakor Igor Lah (KS Naložbe) in Darko Horvat (Aktiva), ki sta skozi privatizacijo PID-ov uspešno oplemenitila svoje premoženje.

2.2.2.2 Drugi val

Za mejnik drugega vala MBO-jev bi postavil prevzem BTC-ja na eni strani ter vstop Slovenije v EU na drugi. Odločitev za takšno opredelitev utemeljujem s tem, da je pri BTC-ju šlo za enega izmed prvih managerskih odkupov, ki ga lahko vzamemo kot uspešen prenos teorije v dejansko izvedbo. Vstop Slovenije v EU, ki sem si ga izbral kot konec tega obdobja, argumentiram z dejstvom, da se je naše gospodarstvo srečalo z razširjenim enotnim trgom ter s tem povečanimi pritiski konkurence. Vse to je zahtevalo jasnejše in ambicioznejše cilje poslovanja podjetij, kar je pripomoglo k nadaljnji konsolidaciji lastništva.

V začetku leta 2001 je uprava družbe BTC sporočila, da so se člani uprave odločili začeti kupovati delnice BTC zase, kupovati pa jih nameravajo tudi za sklad lastnih delnic (Smrekar, 2001a), takrat pod pretvezo, da BTC grozi prevzem tujega sklada. Uprava je menila, da so delnice BTC podcenjene in zato lahka tarča za prevzemnike, zato jih je začela raje kupovati sama s svojim denarjem in denarjem podjetja za sklad lastnih delnic. S tem razlogom je uprava skupaj z zaposlenimi dala pobudo za ustanovitev družbe pooblaščenke (več o družbi pooblaščenki v poglavju 3.2.2) Ajdacom (Vuković Tomažević, 2002). Poleg družbe pooblaščenke je bila

ustanovljena, s strani vodstva in nadzornega sveta BTC, še družba Invest Point, s katero sta družno začeli kupovati delnice BTC (Smrekar, 2001b).

Družbi sta s kupovanjem delnic na trgu prišli do 30 odstotnega deleža BTC. Kljub dejstvu, da je prišlo do preseganja 25 odstotnega lastništva – praga, ko je potrebno oddati ponudbo za prevzem – družbam pooblaščenkam ni bilo treba tega storiti, saj se je podjetje lastnilo po Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPP) in ob tem ni izpeljalo javne prodaje. Tako je za izrazito spremembo v lastniških razmerjih poskrbela kar sama družba BTC. Na skupščini BTC so se delničarji odločali med drugim o umiku 65,56 odstotka osnovnega kapitala družbe prek lastnih delnic. Podjetje Invest Point in družba pooblaščenka Ajdacom sta tako postala 85,5 odstotna lastnika BTC (Smrekar, 2001c).

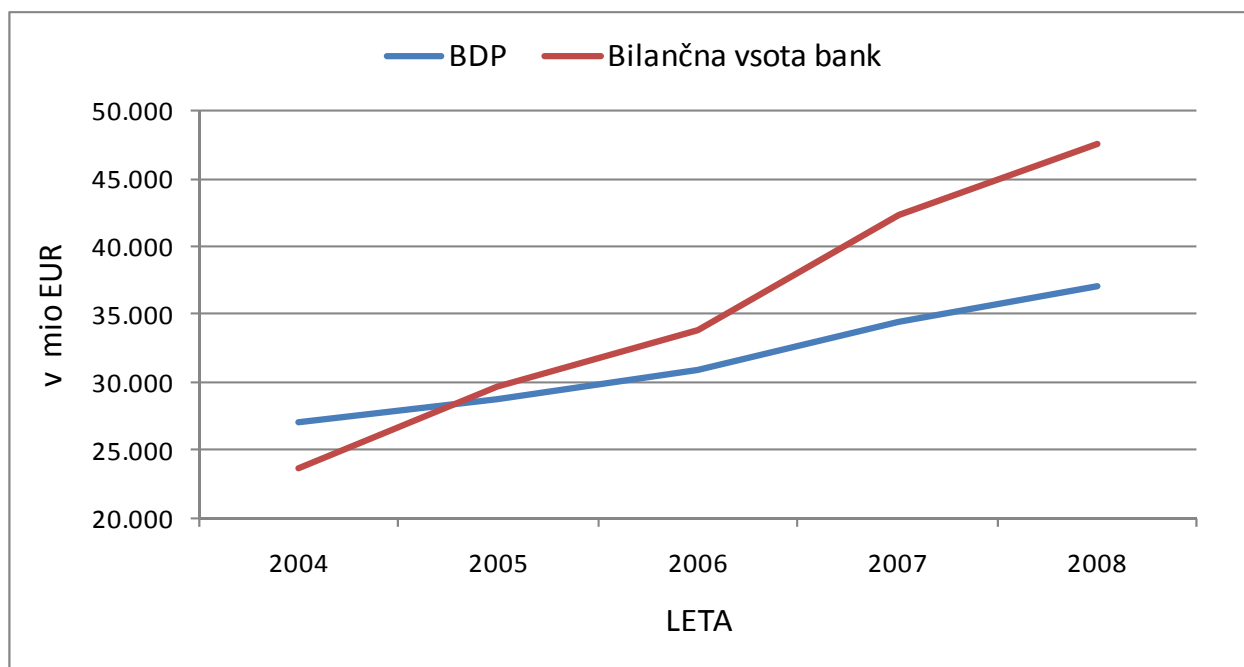
Če se ozrem na nekaj strani nazaj zapisano teorijo, lahko ugotovim, da je šlo v tem konkretnem primeru za managersko-delavski odkup oz. MEBO. Velja pa izpostaviti posebnost finančnega poteka prevzema. Prevzem se je namreč financiral tudi s hipotekarnimi obveznicami BTC 2, ki so bile izdane namensko za investicijsko aktivnost. Običaj je, da posojilo najame družba, ki je namensko ustanovljena za odkup, in to posojilo zavaruje s sredstvi družbe tarče (Smrekar, 2001c).

2.2.2.3 Tretji val

Kot začetek tretjega obdobja navajam že v prejšnjem razdelku omenjeni vstop Slovenije v EU ter s tem pospešena krepitev konkurenčnosti in spremenjen zakon o prevzemih, ki je začel veljati avgusta 2006, obdobje pa zaključujem z novo spremembo zakona o prevzemih in bančništvu konec leta 2007. V relativno kratkem obdobju je prišlo do precejšnje pospešitve procesa koncentracije lastništva podjetij. Eden izmed glavnih razlogov je nekoliko drugačna obravnava povezanih oseb, ki je omejila nekatera »**parkirišča delnic**»⁴. Nekateri so pohiteli s prevzemom tudi zaradi dejstva, da je predhodni zakon o prevzemih v posameznih delih omogočal svobodnejše ravnanje prevzemnika. Hkrati sta v tem obdobju tudi paradržavna sklada SOD in KAD pospešila proces prodaje podjetij kjer nista videla dolgoročnega interesa. S tem so se nekatera vodstva družb raje odločila zbrati sredstva za odkup podjetja, kot da bi bili prepuščeni na milost in nemilost novemu lastniku (Lipnik, 2007). Tako od prevzemov skorajda ni bila izvzeta nobena branža. Praktično ni minil teden, ko ne bi zasledil kake nove, s prevzemi povezane novice. V tem času je prišlo do zelo odmevnih nakupov, ki sprožajo ogromne polemike še danes. Pomemben faktor je bila tudi krepitev finančnega trga ter pritok finančnih sredstev, kot posledica prostega pretoka kapitala znotraj EU in svetovne gospodarske konjunktore.

⁴ »Parkirišča delnic« neposredno ne definira noben zakon. Gre za sleng, ki pomeni usklajeno delovanje formalno nepovezanih oseb, pri upravljanju posamezne družbe. Tovrstna »parkirišča« se uporabljajo kot instrument izogibanja obveznosti objave ponudbe za prevzem.

Slika 4: Bilančna vsota bank v primerjavi z BDP, v obdobju 2004-2008 (v mio. €)

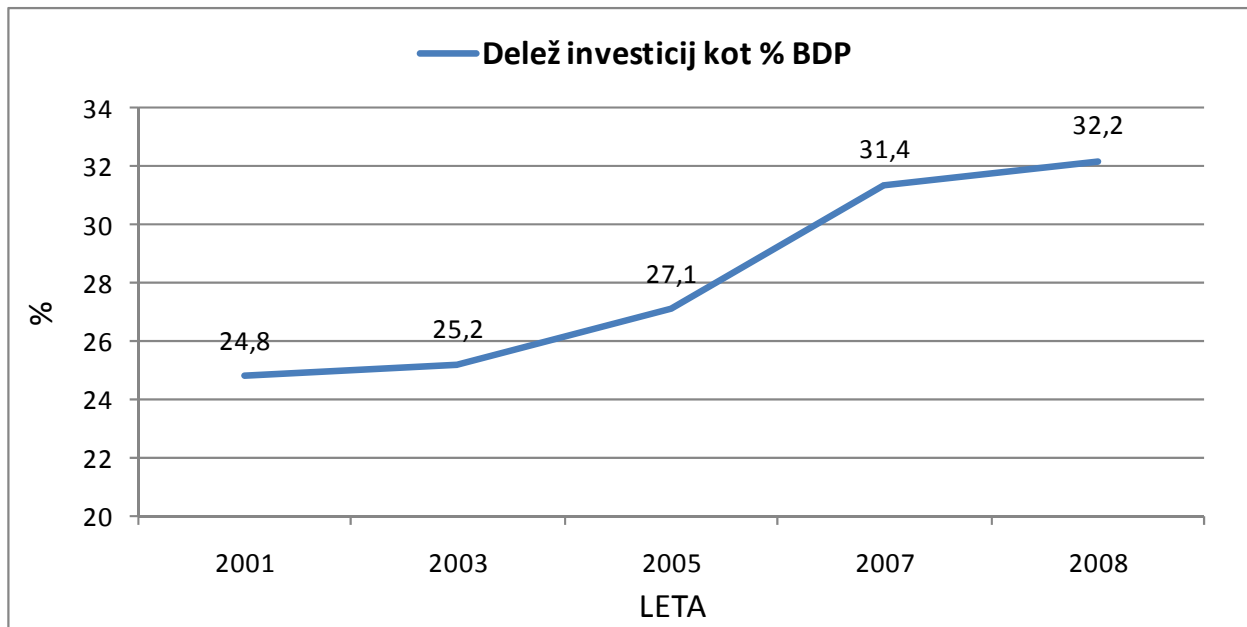


Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, maj 2009.

Če primerjam gibanje bilančne vsote bank, delujočih na našem ozemlju, in gibanje BDP med leti 2004 in 2008, lahko ugotovim izrazito hitrejšo rast prve kategorije nasproti drugi (Poročilo o finančni stabilnosti, maj 2009, str. 63). K tako izraziti rasti bilančne vsote komercialnih bank v slovenskem prostoru je pripomogel predvsem prihod tujih bank, večinoma iz Avstrije. Če je bil BDP v letu 2004 še nekoliko višji od bilančne vsote bank, je bil v letu 2005 izenačen, v letu 2008 pa je bilančna vsota bank presegala BDP za slabih 28 odstotkov. Kljub navedenim dejstvom smo še vedno pod povprečjem EU. Kakorkoli že, takšna razpoložljivost finančnih sredstev je vsekakor zahtevala ustrezen in zadosten plasma le-teh. Banke so medsebojno tekmovale za ohranitev oziroma povečanje tržnega deleža ter doseganje čim boljših poslovnih rezultatov. V kombinaciji z aktivnostmi, ki so spodbujale prodajo državnega premoženja in konsolidacijo lastništva ter svetovno konjunkturo, ki je pomenila poceni dostop finančnih sredstev na medbančnih trgih (večina naših bank ima na postavki virov sredstev v večini mednarodna medbančna posojila), je bila to vsekakor formula za izrazito konsolidacijo podjetij pri nas.

Nikakor ne morem zavzeti teze, da so se vsa na novo razpoložljiva finančna sredstva prelila v odkupe podjetij. Vstop v EU je za naše izvoznike pomenil odpravo različnih vstopnih dajatev in ovir ter s tem povečanje konkurenčnosti na Zahodnih trgih. Na drugi strani je sprejem »evropskih pravil« sicer pomenil ukinitvev bilateralnih sporazumov z državami na Jugu, vendar so naša podjetja začela intenzivneje vlagati v proizvodne zmogljivosti v teh deželah ter tako deloma nevtralizirala negativne učinke. Generalno gledano lahko vseeno rečem, da se je kumulativno povpraševanje našim podjetjem v tem obdobju povečalo, tako je nastala tudi večja potreba po investicijah. Z ozirom na to, da je naš gospodarski sistem še vedno bistveno bolj naklonjen bančnemu financiranju kakor pa iskanju kapitala na borzi, je razumljivo, da se je zadolženost podjetij v tem obdobju povečala.

Slika 5: Delež investicij kot odstotek BDP, v obdobju 2001-2008



Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, maj 2009.

Ne glede na investicijsko dejavnost podjetij in povečano potrošnjo države ter gospodinjestev zaradi ugodnih konjunktornih razmer v tem obdobju, vseeno bodejo v oči podatki, ki odražajo raven in gibanje zadolženosti finančnih holdingov pri nas. Ti holdingi so bili namreč glavni finančni vir (managerskih) prevzemov v tem obdobju. Kot navaja Mencinger (2009, str. 8) je bila še konec leta 2004 zadolženost finančnih holdingov za potrebe prevzemov domačih podjetij 400 milijonov €, v letu 2008 je bilo teh posojil že preko 3 milijarde evrov. Povedano drugače – v tem obdobju je prišlo do več kot 7-kratnega povečanja zadolženosti finančnih holdingov, predvsem iz potreb po financiranju prevzemov. Tovrstne finančne institucije so do svežih finančnih sredstev prihajale predvsem na način, da so zastavljale že pridobljene deleže posameznega podjetja. Izrazita prevzemna aktivnost podkrepjena s špekulacijami in ugibanji o morebitnih novih tarčah je »izstrelila« slovenski borzni indeks SBI 20 iz 4.000 točk v letu 2004 na neverjetnih 12.000 indeksnih točk sredi leta 2007 (Arhiv vrednosti VP in indeksov, 2009). Borzna mrzlica ni obšla niti prebivalstva oziroma gospodinjestev, ki so se prav tako ujela v zanko poceni kreditov ter takrat še rastočih delniških trgov.

Ko razmišljam, katera podjetja so bila tarča MBO-jev, in ob pogledu na njihovo poslovanje, kaj hitro ugotovim, da gre v precejšnjem delu za podjetja, ki bi jim državna sklada zelo težko našla drugega primerne kupca. Zato ni nenavadno, da uspešnost poslovanja slovenskih MBO nima vseh značilnosti, ki jih teorija o managerskih odkupih podjetij predvideva. Tako konsolidacija lastništva ne pomeni tudi vidnega izboljšanja učinkovitosti poslovanja. Ne smem izpustiti še enega pomembnega dejavnika, ki je nekoliko specifičen za slovenski (in deloma tudi evropski) prostor. V podjetjih, kjer je lastništvo zelo koncentrirano ali kjer so lastniki managerji, cilj poslovanja družbe ni vedno maksimiranje dobička, ker povzroča ta neugodno davčno breme, ampak predvsem maksimiranje premoženja lastnikov. To se pozna predvsem v rasti lastniškega kapitala, zelo pogost stranski učinek pa je tudi odliv sredstev iz podjetja in države. Hkrati je treba opozoriti še na možnost, da so v marsikaterem podjetju, preden ga je prevzelo vodstvo, poskušali prikriti dejansko uspešnost poslovanja družbe z namenom nižanja odkupne cene delnic, ta praksa pa se lahko nadaljuje tudi po prevzemu z namenom nižanja davčnega bremena (Lipnik, 2007).

Za prehrambno-predelovalno industrijo na splošno velja, da se postopno združuje že zadnjih deset let, njeno poslovanje je močno odvisno tudi od dogovorov s trgovskimi verigami, ki lahko zaradi velike koncentracije trga precej krojijo poslovni rezultat družb. Med podjetji, ki so bila predmet MBO-jev, tudi ni večjih izvoznikov, zato so družbe dokaj dobro prestale vstop Slovenije v EU, ko so se izvoznikom živilskih izdelkov dvignile carine na območju nekdanje Jugoslavije. Če se še poimensko dotaknemo podjetij so to: Kras iz Sežane, Farme Ihan, Medex, Celjske mesnine, Jata Emona in MIP (Lipnik 2007). Predvsem slednji v zadnjem času doživlja zelo tragičen konec, saj je zaradi neuspešnega poslovanja in prezadolženosti (tudi kot posledice MBO-ja) v stečajnem postopku.

Za gradbena podjetja velja, da je managersko obvladovanje družb nastopilo že veliko pred dejanskim prevzemom. Hkrati je pri njihovem poslovanju treba opozoriti, da imajo te družbe daljše naložbene cikle, tako da lahko prihodki in dobiček v posameznih letih precej nihajo. Tu velja izpostaviti: Riko, CM Celje, Primorje in SCT (Lipnik 2007). Kako uspešni so bili ti managerski odkupi se bo pokazalo v prihajajočih letih. Dejstvo namreč je, da se je intenzivnost gradnje v zadnjem obdobju izrazito upočasnila. Glavna razloga se skrivata v skorajšnjem končanem avtocestnem križu pri nas ter zmanjšanju prodajne aktivnosti na stanovanjskem nepremičninskem trgu, ki je domala zamrla v zadnjem letu, tudi obeti pa niso pozitivni.

Med odkupe, ki so dvignili največ medijskega prahu ter privedli do zadnjih sprememb v zakonodaji, lahko uvrstim: trgovsko podjetje Merkur, pivovarno Laško in holding Istrabenz. Kljub dejstvu, da so ti trije primeri praktično v enaki meri odmevali v javnosti, jih ne moremo metati v isti koš. Lahko poiščem tiste značilnosti, ki odražajo specifičnost posameznega prevzema.

Pri Merkurju je bil odkup najbolj pregleden, saj je vodstvo ustanovilo družbo Merfin ter skupaj z ostalimi partnerji oddalo prevzemno ponudbo. Pivovarna Laško je bila prevzeta s strani več pravnih oseb, glavno vlogo je imel Infond holding. Skozi ugotavljanje lastniške strukture te družbe sem prišel do ugotovitve, da je v lasti vodilnih iz prevzete pivovarne. Pri Istrabenzu je uradni prevzem sicer bil izpeljan v letu 2007 s strani družbe Petrol, vendar mu je takrat uspelo zbrati samo tretjino vseh delnic. S tem deležem se tako ni zaključila nadaljnja koncentracija lastništva Istrabenza. V prevzemno igro se je aktivno vključilo vodstvo družbe, čeprav to ni bilo nikoli uradno potrjeno. Vsi ti trije prevzemi so si skupni v eni ključni stvari. Za sredstva, s katerimi so se financirali prevzemi, so bile med drugim zastavljene delnice družbe tarče. To dejstvo je konec leta 2007 pripeljalo do novih zakonskih sprememb.

2.2.2.4 Četrta val

Začetek zadnjega, četrtega vala prevzemov bi umestil v časovni okvir, ki se je začel s sprejemom novih zakonskih določil v zakonih o bančništvu, gospodarskih družbah in prevzemih konec leta 2007 ter s prvimi znaki gospodarske krize v letu 2008. Do kdaj bo pravzaprav ta val trajal, je vsekakor še prezgodaj govoriti, nedvomno pa bo svetovna gospodarska kriza v kombinaciji s pokom domačega borznega balona imela močan vpliv nanj. Dejstvo je, da se je položaj podjetij v zadnjem času poslabšal (in se še vedno slabša) ter tako njihova vrednost pada, s tem pa se tudi povečuje verjetnost, da podjetje postane prevzemna tarča. Kljub oteženim pogojem financiranja sem mnenja, da se bodo prevzemi in koncentracija lastništva pri nas v naslednjih letih dogajali še naprej.

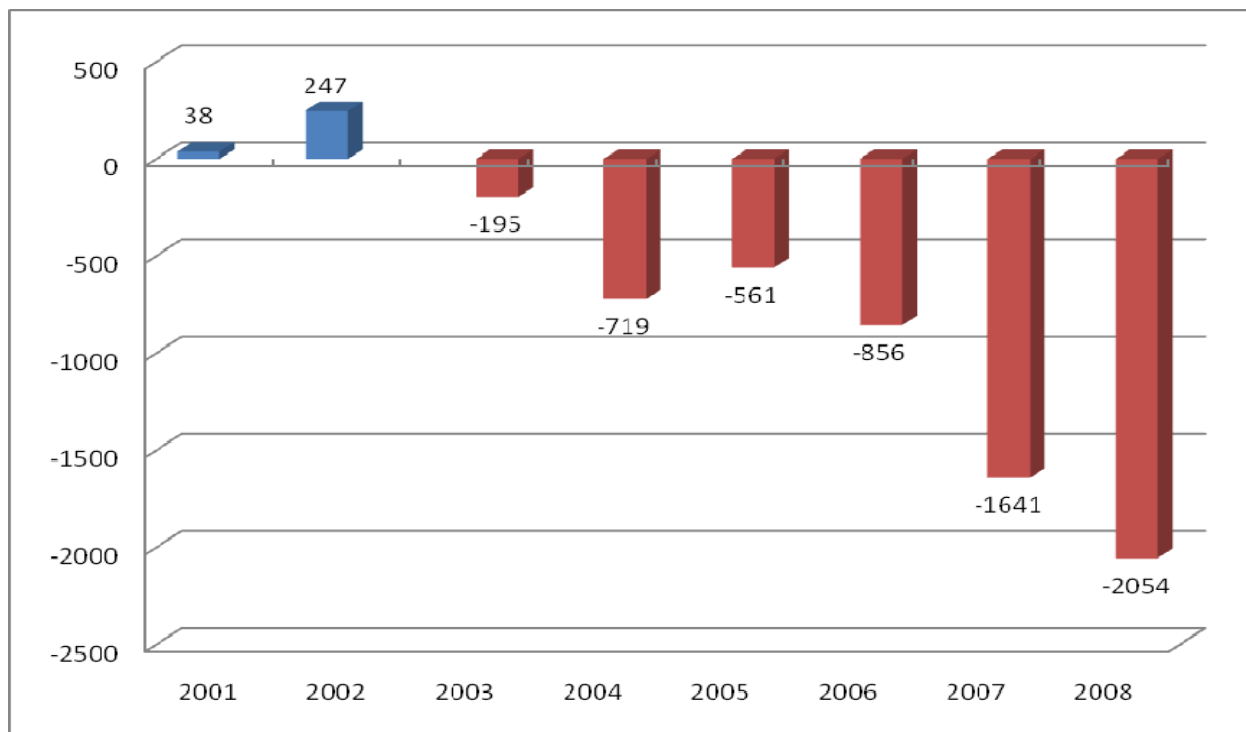
Konec prejšnjega vala prevzemov in nasploh konec leta 2007 lahko označim kot obdobje, ko je naše gospodarstvo doseglo vrhunec uspešnosti. Na žalost domala vseh gospodarskih subjektov se je kaj kmalu začelo kazati, da vsa ta nadpovprečna uspešnost temelji na zelo trhljih temeljih. Še

pred dejanskim vplivom svetovne gospodarske krize so se začeli kazati problemi v podobi rekordnega tekočega primanjkljaja, izrazite nagnjenosti gospodarstva in gospodinjstev h kreditiranju (ki meji že na zasvojenost), velike neto zadolženosti Slovenije v tujini in napihovanja borznega balona.

Ena izmed lastnosti, ki je Slovenijo razlikovala od ostalih tranzicijskih držav, je bil bolj ali manj **izravnani tekoči račun plačilne bilance** (kazalec dolgoročnega zdravja ekonomije). V zadnjih treh letih so se občasna odstopanja v obliki primanjkljaja ali presežka spremenila v strukturni primanjkljaj, kakršnega imajo druge tranzicijske države. Lani je dosegel šest odstotkov BDP (Mencinger, 2009, str. 8).

Eden izmed najočitnejših signalov pregrevanja gospodarstva je bil ravno izrazit primanjkljaj tekočega dela plačilne bilance. Po besedah Senjurja (Marn 2008, str. 30) je za hitro naraščajoči primanjkljaj več razlogov. Zaradi visoke domače inflacije, ki je bila v tem obdobju še enkrat višja od inflacije v evroobmočju, se je slabšala konkurenčnost slovenskih podjetij. Ker so cene surovin naraščale hitreje, kot so lahko naraščale cene izvoženega blaga, so se za slovenska podjetja slabšali tudi pogoji menjave. Posledica tega je zniževanje pokritosti uvoza z izvozom. Mencinger (Marn, 2008, str. 31) dodaja, da je velik problem v odlivu prek računa dohodkov v obliki plačila obresti na kredite in odlivu dobičkov podjetij v tuji lasti. Hitro rastoči primanjkljaj v plačilni bilanci nas tako ne opozarja le na prekomerno domačo porabo, ampak tudi na nezadostno domačo produkcijo. Povedano drugače, gre za situacijo, ko porabimo bistveno več, kot smo sami sposobni ustvariti.

Slika 6: Saldo tekočega računa plačilne bilance RS, v obdobju 2001-2008 (v mio. €)

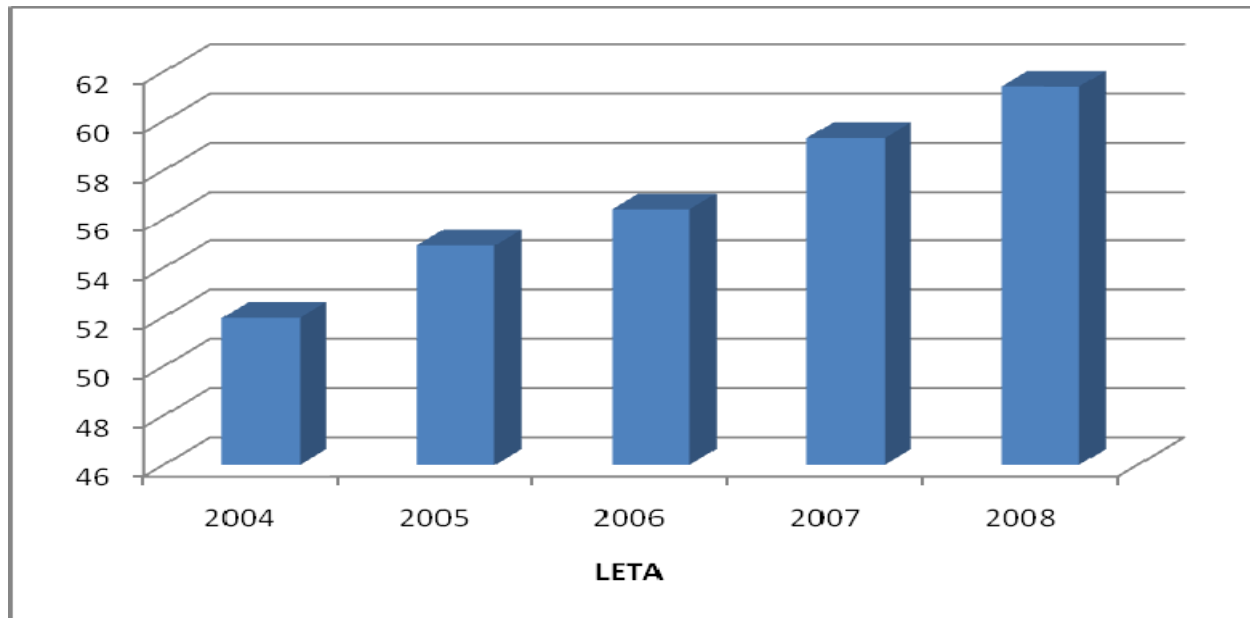


Vir: Banka Slovenije, lastni izdelava, 2009.

Za obdobje letošnjih prvih nekaj mesecev so podatki o primanjkljaju na tekočem delu plačilne bilance spodbudnejši od tistih v lanskem, ne upam pa delati preveč optimističnih zaključkov, saj napovedi za prihodnje mesece niso nič kaj rožnate.

Velika nagnjenost gospodarstva in gospodinjstev po kreditiranju se je pokazala tudi v tem, da je bilo do leta 2005 bančnih vlog več kot posojil, konec leta 2008 pa je bilo posojil kar za 60 odstotkov več kot vlog. Krediti so rasli po 30 odstotni stopnji, depoziti, ki naj bi jih krediti ustvarjali, in nominalni agregati, ki naj bi jih krediti spremljali, pa vsaj trikrat počasneje. Prihranki v bankah so se namreč pospešeno prelivali v naložbe v raznih skladih v tujini, varčevanje pa v naložbeno špekuliranje, ki so ga nenehno spodbujali z oglaševanjem raznovrstnih skladov z visokimi donosi doma in po svetu. Gospodarstvo in prebivalci so zaradi vere v stalnost visokih donosov vse bolj postajali zasvojeni s krediti, kot viri naložbenih sredstev (Mencinger, 2009, str. 8).

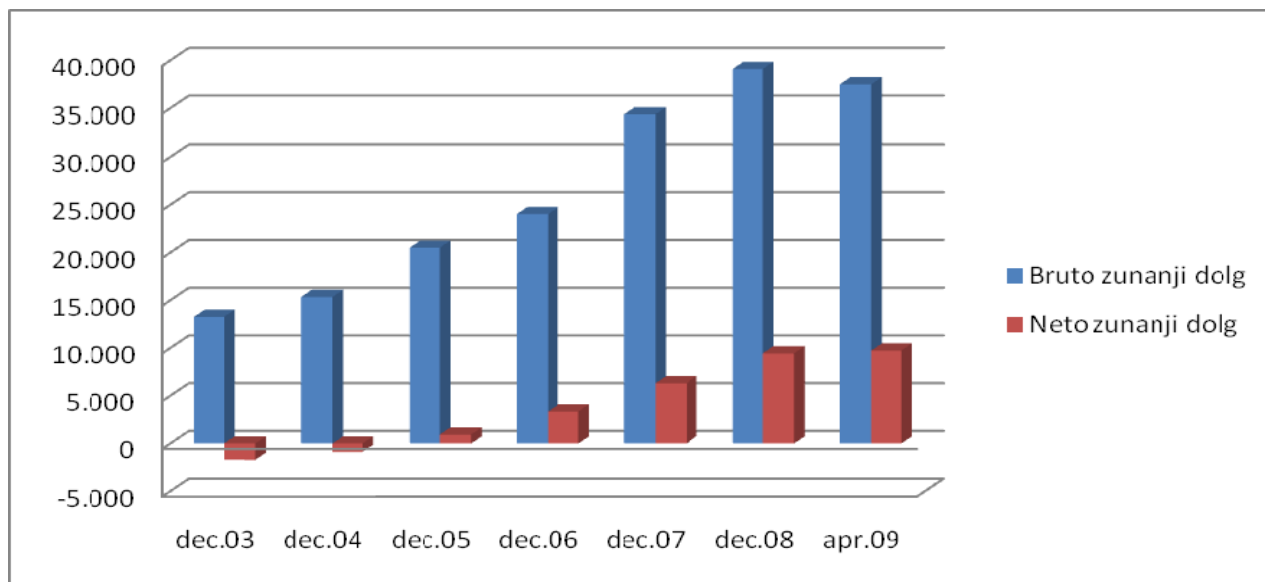
Slika 7 : Delež dolga v financiranju slovenskega gospodarstva, v obdobju 2004- 2008



Vir: Delež dolga v financiranju slovenskega gospodarstva, 2009.

Zaradi relativno nizkih obrestnih mer ter s posledično povezanimi nizkimi donosi depozitov pretiranega interesa po tovrstnem varčevanju v zadnjih letih ni bilo moč čutiti. Da bi ob zaostajanju depozitov za posojili lahko ustvarjali dovolj finančnih sredstev, si je bilo denar treba sposoditi v tujini. Največkrat prek bank, saj je bilo zaradi konjunktura možno dostopati do relativno poceni finančnih sredstev. Slovenija, ki je bila v letu 2005 še neto upnik, saj so bile bruto terjatve večje od bruto obveznosti, je samo v treh letih postala velik neto dolžnik. Neto dolg, ki ga do leta 2005 ni bilo, je konec leta 2008 presejal 9,4 milijarde evrov (Mencinger, 2009, str. 8). Letos je že skoraj prebil mejo 10 milijard EUR. Primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance pomeni, da razvoj temelji na tujih prihrankih oziroma da živimo na tuj račun, opozarja Mencinger (Marn, 2008, str. 31) in dodaja, da ne glede na obliko priliva kapitala (posojila, portfeljske investicije, neposredne investicije) to pomeni odlive BDP v prihodnosti, saj je treba posojilo z obrestmi ali odlivi dobičkov vrniti. Zato je velik primanjkljaj povsem normalna posledica prodaj premoženja.

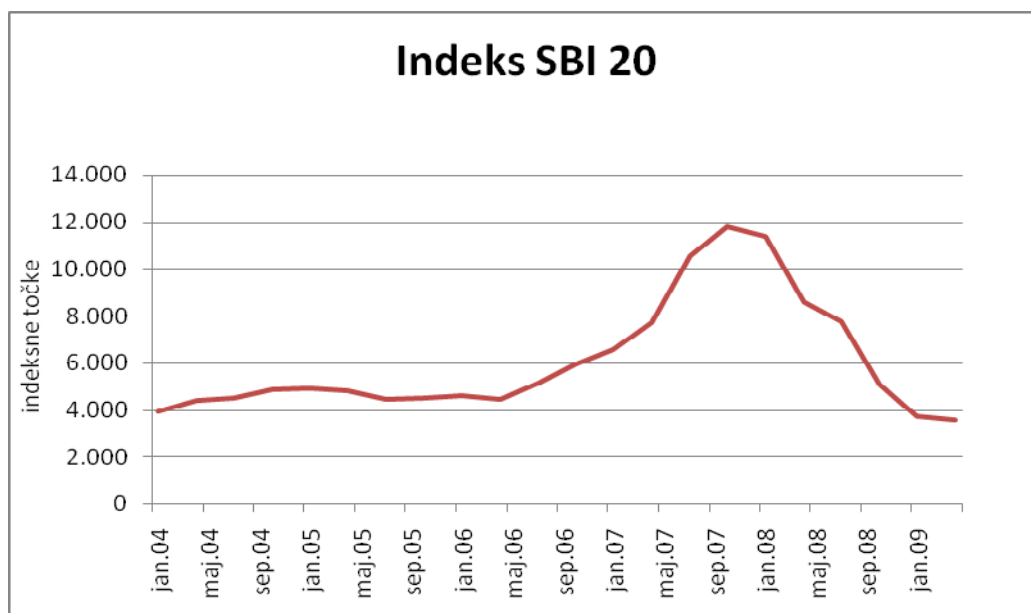
Slika 8: Bruto⁵ in neto⁶ zunanji dolg, v obdobju december 2003-april 2009 (v mio. €)



Vir: Marn: Vrag je vzel šalo, 2008, str. 31.

Vrednost premoženja na borzi naj bi rasla približno tako ali vsaj ne mnogo hitreje kot nominalni BDP. To je za Ljubljansko borzo do leta 2001 približno držalo, nato se je razmerje začelo povečevati; sredi leta 2007, ko je SBI 20 z višine 12.000 indeksovnih točk strmoglavil, je bilo razmerje kar štirikrat večje (Mencinger, 2009, str. 8).

Slika 9: Gibanje slovenskega borznega indeksa SBI 20, v obdobju januar 2004-april 2009



(Prvi mesec v četrtletju predstavlja vrednost posameznega četrtletja.)

Vir: Arhiv vrednosti VP in indeksov, 2009.

⁵ Bruto zunanji dolg obsega vse dolžniške obveznosti rezidentov do nerezidentov, razvrščene po sektorjih. Ti so: državni sektor, denarna oblast, banke, ostali sektorji, neposredne naložbe in neto zunanji dolg (Banka Slovenije, Ekonomski odnosi s tujino: Bruto zunanji dolg, 2009).

⁶ Neto zunanji dolg lahko opredelimo kot bruto zunanji dolg zmanjšan za terjatve, ki jih imajo rezidenti do nerezidentov.

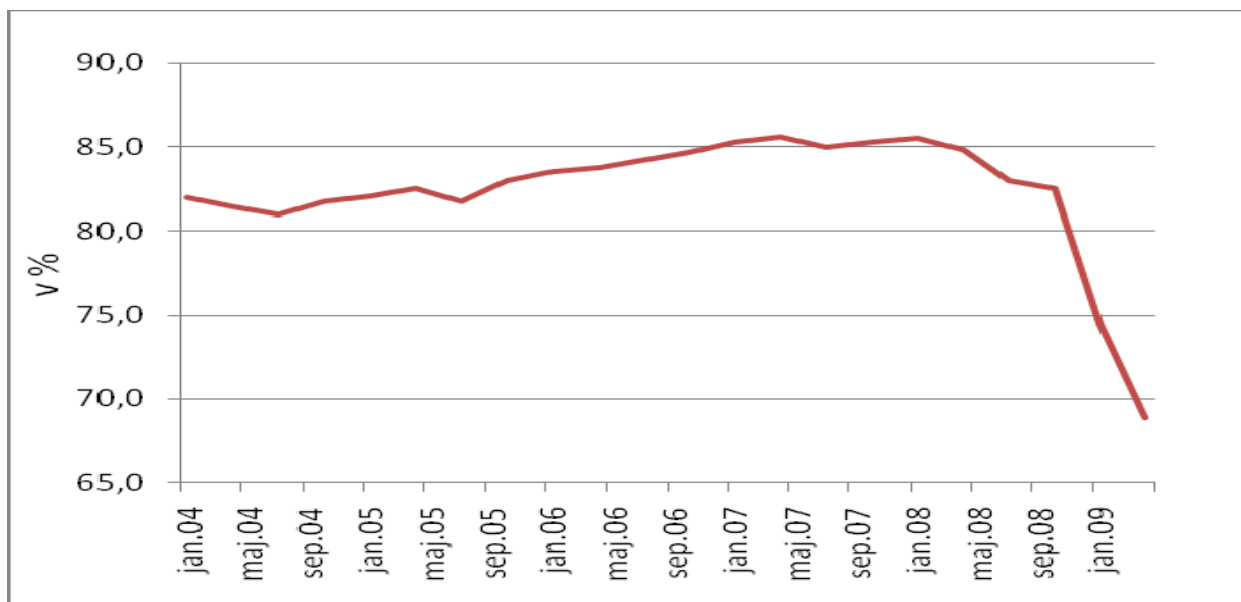
Ob vseh zgoraj obravnavanih makroekonomskih trendih, ki so pustili svoj pečat še pred dejanskim vplivom svetovne gospodarske krize pri nas, se mi zdi na mestu, da se opredelimo še do učinkov in posledic, ki jih prinaša ta kriza našemu gospodarstvu in konec koncev tudi, kako vpliva na prevzemne aktivnosti.

Slovenijo se po svoji anatomiji uvršča med majhna odprta gospodarstva, za katere je značilno, da večino svojega BDP ustvarijo z izvozom storitev in blaga. Tako naše gospodarstvo ustvari skorajda 70 odstotkov BDP z izvozom, kar je še enkrat toliko kot je povprečje EU.

Če lahko povpraševanje in prihodke iz predelovalnih dejavnosti na domačem trgu označim za relativno stabilne skozi zadnje desetletje, tega ne moremo trdit za prihodke predelovalnih dejavnosti ustvarjene na tujih trgih, zlasti po vstopu Slovenije v EU v letu 2004. Do sredine lanskega leta je raven tovrstnega povpraševanja rastla izjemno hitro in preseгла povprečne vrednosti iz leta 2000 za približno polovico. Zlom globalnega povpraševanja po izvoznem blagu v zadnjih mesecih lani je bil glavni dejavnik velikega gospodarskega preobrata, saj so se prihodki od prodaje na tujih trgih samo v nekaj mesecih drastično zmanjšali (Kovač, 2009).

Tolikšna raven zmanjšanja povpraševanja po našem blagu v tujini je prinesla negativne posledice našemu gospodarstvu, tako je prišlo do velikega padca izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti, ki je še toliko večji zaradi intenzivnega vlaganja v proizvodne zmogljivosti, kot odgovor na povečano povpraševanje s strani tujcev, ob vstopu Slovenije v EU. Prav tako ne gre prezreti krčenja zaposlenosti ter rasti brezposelnosti in širjenja krize iz predelovalnih dejavnosti v bančni in storitveni sektor (Kovač, 2009).

Slika 10: Izkoriščenost proizvodnih zmogljivosti, v obdobju jan. 2004–feb. 2009



(Prvi mesec v četrtletju predstavlja vrednost posameznega četrtletja.)

Vir: SURS, maj 2009.

V letošnjem Poročilu o finančni stabilnosti Banke Slovenije (BS) je navedeno, da so se zamude holdingov pri poravnavanju dospelih obveznosti v zadnjih mesecih izrazito povečale. Delež holdingov je tako v celotni razvrščeni aktivi bank z zamudami v treh mesecih narasel iz 3,4 % na 9 %, kar nedvomno nakazuje na povečano izpostavljenost bank kreditnemu tveganju do te dejavnosti.

Ob nadaljevanju političnega pritiska o smelosti refinanciranja tovrstnih posojil na eni strani ter ohranjanju izredno majhne izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti na drugi se bodo naše banke soočile s še večjo težavo slabih posojil tudi pri podjetjih, ki se zaradi velikega padca tujega povpraševanja in s tem upada denarnega toka spreminjajo v podjetja s slabo boniteto in nemožnostjo odplačevanja posojil. Če k temu dodam še nevarnost, ki temelji ob vse manjši domači porabi gospodinjstev (kot še eni ključni sestavini našega BDP), merjeni skozi prihodke od prodaje v trgovini na drobno, lahko sklenem, da se vsekakor ne bližamo časom, ki bodo naklonjena managerskim prevzemom.

Kljub vsem negativnim dejstvom, ki pričajo v nasprotni smeri prevzemov, tovrstne aktivnosti niso povsem zamrle. Kot najzanimivejši prevzem tega obdobja vsekakor velja izpostaviti prevzem Term Čatež, predvsem način financiranja. Eden izmed prevzemnikov, družba Delo prodaja, je namreč za zagotovitev zadostnih finančnih sredstev za prevzem izdala obveznice (Cirman, 2008).

3 PREVZEMNA ZAKONODAJA

V tretjem delu diplomske naloge bom predstavil zakonsko plat prevzemov. Na eni strani se bom posvetil zakonskim ureditvam, ki veljajo v naši soseščini, ter si tako lažje ustvaril primerjalno sliko z našimi zakoni. Smiselna se mi zdi še vključitev Evropske prevzemne direktiv, ki služi kot temeljni dokument EU na področju prevzemov in združitvev. Podrobneje bom analiziral tudi razvoj slovenske prevzemne zakonodaje ter skušal ugotoviti posledice, ki jih prinašajo posamezne spremembe.

3.1 EVROPSKA PREVZEMNA ZAKONODAJA

Skozi prebiranje različnih nacionalnih prevzemnih zakonodaj širom Evrope lahko trdim, da so si različne v nemalo stvareh. Razloge za takšno stanje gre iskati v drugačnih zgodovinskih in kulturnih značilnostih posameznega naroda. V zahodni in osrednji Evropi (državah Evropske unije) se prepletajo trije sistemi opredelitve delovanja kapitalskih in finančnih trgov (Forstinger, 2002, str. 98):

1. **Anglosaški sistem** v prvo vrsto postavlja vlogo lastnikov – delničarjev,
2. **Germanski sistem** je zastavljen širše, pomembno vlogo in vpliv imajo zaposleni,
3. **Romanski sistem** pa odražajo močan finančni sistem z državnimi korporacijami.

Navedene karakteristike posameznega sistema različno tolmačijo posamezne aktivnosti, ki pomenijo koncentracijo lastništva oziroma aktivnost prevzemanja podjetja. Iluzorno bi bilo pričakovati, da bo akt, ki je sočasno sprejemljiv za vse posamezne države, zelo natančen in podroben.

3.1.1 Prevzemna direktiva Evropske Unije (DIREKTIVA 2004/25/ES)

Kljub temu, da je bila prevzemna direktiva sprejeta šele nekaj let nazaj, nikakor ne morem trditi, da je to posledica neaktivnosti Evropskih uradnikov. Dejstvo je, da se je zakonodaja s tovrstnega področja začela pripravljati že mnogo prej, vendar je bil zadosten konsenz dosežen šele v letu 2004.

Evropska komisija (Komisija) je že leta 1985 pripravila t. i. Belo knjigo o notranjem trgu, v njej pa je bila zapisana namera o pripravi direktive o prevzemih. Ta predlog je romal na Svet Evropske unije (Svet) in v Evropski parlament (Parlament), vendar je predlog naletel na »gluha ušesa«. Tako je Komisija v letu 1990 pripravila svoj drugi predlog prevzemne direktive, ki pa je naletel na številne kritike različnih držav, predvsem Velike Britanije in Nemčije. Kritike so šle predvsem v smeri, da takšna ureditev sploh ni potrebna, ali da je preveč podrobna (Forstinger, 2002, str. 99). Kasneje so se še pojavljali predlogi in poskusi sprejetja akta, ki bi urejal prevzemno področje, vendar neuspešno.

Komisiji je uspelo šele v letu 2004 pripraviti tak predlog prevzemne direktive, ki je bil kasneje tudi potrjen v Parlamentu in je danes poznana pod imenom Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES z dne 21. aprila 2004 o ponudbah za prevzem (Direktiva). Pri nas je začela veljati sredi leta 2006 – v takrat novem Zakonu o prevzemih (ZPre-1). Skozi prebiranje sem ugotovil, da so načela, ki jih zasleduje, relativno splošna, vendar vseeno zagotavljajo določeno raven pravne ureditve, ki velja za celotno območje EU. Lahko zapišem, da je to **minimum pravne varnosti za področje prevzemov znotraj EU**. Da je temu tako, si lahko razlagam z dejstvom, da je Direktiva nastala kot kompromis med vsemi vključenimi državami članicami. Podrobnejše pravne ureditve prevzemne zakonodaje so tako prepuščene vsaki državi članici posebej.

3.1.1.1 Ponudba za prevzem in določitev pravične cene

V Direktivi je »ponudba za prevzem« mišljena kot **obvezna** ali kot **prostovoljna** javna ponudba (razen s strani ciljne družbe same) imetnikom vrednostnih papirjev družbe za pridobitev vseh ali dela teh vrednostnih papirjev, ki sledi ali poteka z namenom pridobitve kontrole v ciljni družbi skladno z nacionalno zakonodajo (1. odstavek 2. člena Direktive).

Nadalje je v 1. odstavku 5. člena Direktive navedeno, da mora oseba (fizična ali pravna), ki skupaj s povezanimi osebami (če te seveda obstajajo) pridobi vrednostne papirje ciljne družbe, ki predstavljajo takšen odstotek glasovalnih pravic, da pomenijo nadzor nad družbo (glede na nacionalno zakonodajo), objaviti ponudbo za prevzem vseh delnic po **pravični** ceni. V tem primeru govorimo o obvezni ponudbi (*mandatory bid*). V primeru, ko ponudnik prav tako izda ponudbo za prevzem podjetja in v trenutku objave ponudbe ne presega zakonsko določenega prevzemnega praga, govorimo o prostovoljni ponudbi (*voluntary bid*).

Pri opredeljevanju **pravične cene**, se lahko opremo na definicijo, ki pravi, da je to tista cena, po kateri je ponudnik (in z njim povezane osebe) pridobil vrednostne papirje ciljne družbe v obdobju, ki ga določijo države članice, vendar pa ne sme biti krajše od pol leta in ne daljše od enega leta pred objavo ponudbe. V Direktivi je navedeno tudi, da mora ponudnik zvišati svojo ponudbo, če po objavi ponudbe in pred njenim iztekom trajanja pridobi papirje ciljne družbe po ceni, ki presega ceno iz prevzemne ponudbe (4. odstavek 5. člena Direktive).

Če za postopek določanja prevzemne cene lahko trdim, da je vzpostavljen sistem, ki omogoča primerljivost med državami članicami, tega ne morem pri opredelitvi **praga obvezne ponudbe**. Direktiva namreč v 3. odstavku 5. člena ne določa nikakršnih meja, ki bi opredeljevale raven prevzemnega praga, to stvar pušča v ureditev nacionalnim zakonodajam. Višina prevzemnega praga je tisti dejavnik, ki ji daje smisel in pogojuje učinkovitost varstva pravic manjšinskih delničarjev, zapisanih v Direktivi. Z visoko določenim prevzemnim pragom v posamezni državi članici se pojavi vprašanje, kakšen pomen ima Direktiva. Lahko se zgodi, da večinski lastnik sicer ne dosega lastniškega deleža višjega od 50 %, hkrati pa mu tudi ni potrebno (še) dati prevzemne ponudbe, ampak ima zaradi razpršenega lastništva in ostalih pomanjkljivosti trga vse

vzvide za učinkovito obvladovanje družbe in deluje kot lastnik, ki bi družbo prevzel (Vižintin, 2006, str. 25).

Da je temu tako, niti pretirano ne preseneča, saj je bila Direktiva sprejeta šele po letih usklajevanj in »krešenju« mnenj med interesi posameznih držav članic. Kot kompromis se je tako pomaknila k izrazito splošni obliki. Vsekakor bi bila vzpostavitev prevzemnega intervala (če se eksaktno določna meja zdi utopična) smiselna, saj bi tako Direktiva in z njo manjšinski delničarji pridobili primerljivo raven varnosti med vsemi državami članicami (Vižintin, 2006, str. 25). Dodatni argument vidim v zdajšnji svetovni finančni krizi, ki vsekakor kliče po strožjih pravilih igre.

3.1.1.2 Veljavni pravni red

V Direktivi je opredeljena tudi pristojnost organov zadolženih za nadzor nad potekom prevzemne ponudbe (pri nas sta to Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP) in Urad za varstvo konkurence (UVK)) v primerih, ko gre za mednarodne prevzeme (4. člen Direktive). Tako je med drugim določeno, da je organ, pristojen za nadzor nad potekom ponudbe, tisti organ države članice, v kateri ima ciljna družba registriran sedež, če so vrednostni papirji te družbe uvrščeni na organiziran trg te države članice. Tuje podjetja ali tuji sklad, ki želi prevzeti eno izmed slovenskih podjetij, mora tako pridobiti ustrezna soglasja in izpolnjevati pogoje, ki jih narekujejo ATVP in UVK.

3.1.1.3 Pravica do izključitve in pravica do izstopa manjšinskih delničarjev

Direktiva v 15. členu zapoveduje, da morajo države članice zagotoviti možnost, da lahko ponudnik od vseh imetnikov preostalih vrednostnih papirjev zahteva, da mu jih prodajo po poštenu ceni. Tovrstno ureditev gre razumeti kot poskus zaščite interesov večinskega delničarja, saj bi se lahko pripetilo, da bi kateri od manjšinskih delničarjev vseskozi skušal ovirati delovanje prevzete družbe, kljub temu, da sam ne more uveljavljati gospodarskih interesov. Kljub navedenemu dejstvu, se zastavlja moralnost predpisa, saj se interes kapitala postavlja pred interesom malih delničarjev (Samec & Vindiš, 2001, str. 7).

Države članice to pravico lahko uvedejo v eni od naslednjih situacij (2. odstavek 15. člena Direktive):

1. kadar ima ponudnik vrednostne papirje, ki predstavljajo najmanj 90 % in ne več kot 95% kapitala z glasovalno pravico ter 90 % in ne več kot 95% glasovalnih pravic ciljne družbe;
ali
2. kadar ponudnik po sprejemu ponudbe pridobi ali je pogodbeno trdno zavezan k pridobitvi vrednostnih papirjev, ki predstavljajo vsaj 90 % kapitala z glasovalno pravico ciljne družbe in 90 % glasovalnih pravic zajetih v ponudbi.

V tem istem členu je nadalje navedeno, da ima prevzemnik možnost, da iztisnitev preostalih delničarjev opravi v roku treh mesecev po izteku ponudbe. Poskrbljeno mora biti za zagotovitev **pravične cene**. Ta cena ima enako obliko kot ponujeno nadomestilo pri ponudbi, ali pa je v gotovini. Države članice lahko določijo, da se mora gotovina ponuditi vsaj kot alternativna možnost.

Nasprotno od iztisnitve delničarjev je **pravica do izstopa malih delničarjev**. O njej je govora, ko prevzemnik doseže takšen lastniški delež prevzetega podjetja, ki mu sicer omogoča izključitev

malih delničarjev, a se za to ne odloči. Tako je v 16. členu Direktive navedeno, da mora država članica zagotoviti možnost vsem imetnikom preostalih vrednostnih papirjev, da od ponudnika zahteva odkup njihovih vrednostnih papirjev po pravični ceni pod enakimi pogoji, kot so navedeni v členu, ki opredeljuje izključitev delničarjev. Tovrstna ureditev se mi zdi smiselna, saj zvišuje raven varstva malih delničarjev.

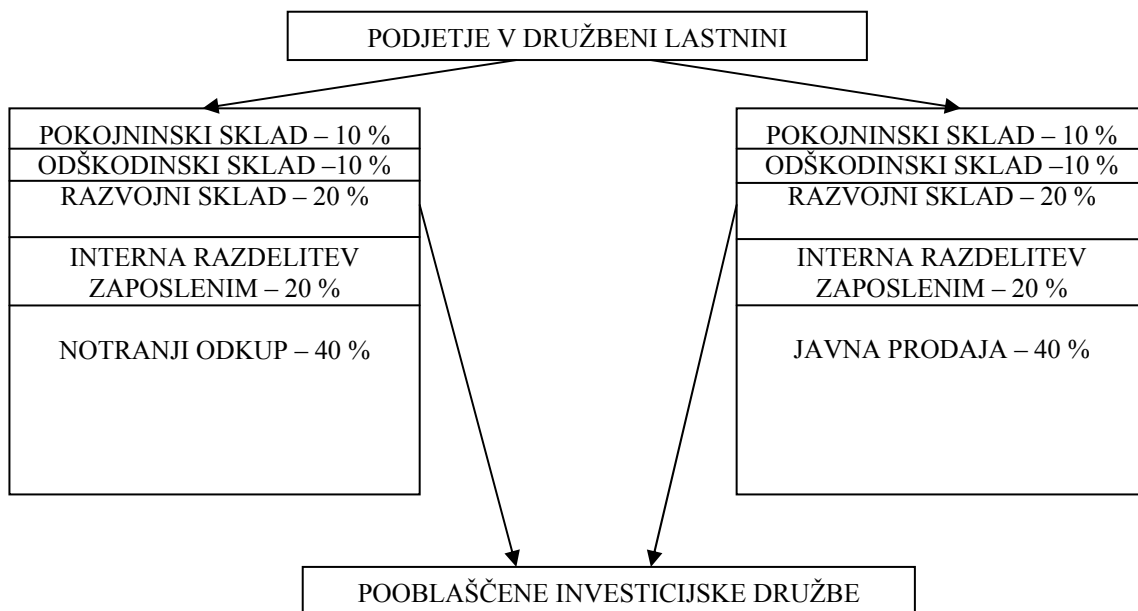
3.2 ZAKONODAJA V SLOVENIJI

Podobno kot v prejšnjem poglavju bom tudi tu začel z obdobjem, ki je pomenilo začetek današnje gospodarske ureditve v Sloveniji. Govora bo torej o zakonodajni plati prehoda družbene lastnine v privatno ureditev.

3.2.1 Privatizacijska zakonodaja

Kot temeljni akt, ki je pomenil dejanski začetek privatizacije, štejemo Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPPC), sprejet konec leta 1992. Pred samo izbiro metode lastninjenja je bilo zelo polemično in ni bilo poenotenega stališča, kateri model bi bil najprimernejši za izvedbo privatizacije. Na koncu je bila sprejeta kompromisna rešitev med Mencingerjevim modelom odplačne privatizacije z notranjim managersko-delavskim odkupom in Sachs-Umekovim modelom brezplačne razdelitve delnic v obliki certifikatov ter poddržavljenjem velikih podjetij (Žnidaršič Kranjc, 1994, str. 42-43).

Slika 11: Metodi lastninjenja v Sloveniji



Vir: Domanovič: *Koncentrirano lastništvo kot mehanizem vladanja podjetju: Vpliv na uspešnost podjetij v Sloveniji*, 2003, str. 17.

Če še ubesedim, kar je razvidno iz Slike 11, lahko zapišem, da je razdelitev družbenega premoženja potekala po naslednjem ključu (Žnidaršič Kranjc, 1994, str. 82):

1. 40 % družbenega premoženja se je preneslo na tri paradržavne sklade:
 - 10 % se je preneslo na KAD, ki služi kot vir za pokojninska in invalidska zavarovanja;

- 10 % je dobil SOD, ki služi kot vir potrebe iz denacionalizacijskih postopkov;
 - 20 % je dobil Razvojni sklad z namenom nadaljnje razdelitve tega kapitala pooblaščenim investicijskim družbam (PID-om).
2. 20 % družbenega premoženja je bilo razdeljeno delavcem, bivšim delavcem, družinam zaposlenih in ostalim državljanom (če je za to obstajala možnost), v zameno za lastniške certifikate, ki jih je Republika Slovenija izdala vsem takratnim državljanom.
 3. 40 % družbenega premoženja je bilo namenjeno odplačni privatizaciji z zakonsko določenimi načeli (notranji odkup, javni razpisi, zbiranje ponudb, javna prodaja delnic in posebna metoda prodaje vseh sredstev) podjetja.

Metodi privatizacije se razlikujeta samo v zadnjem segmentu izbire. Katero izmed možnosti je posamezno podjetje izbralo, je bilo v domeni uprave dotične družbe, potrditi pa ga je morala državna agencija za lastninjenje. Vsak državljan je dobil tudi poseben registracijski račun, na katerega je bil nakazan znesek njegovega deleža družbenega kapitala (znesek je bil odvisen od delovne dobe upravičenca na dan uveljavitve zakona). Ta račun je bil lahko uporabljen samo za nakup transformiranih podjetij ali investiranje v PID-e, ki so v imenu vlagateljev opravljali nakupe družbene lastnine. Temeljni namen PID-ov je bila razpršitev naložb ter s tem doseganje nižje stopnje tveganja (Domanovič, 2003, str. 17).

PID-i so bili zgolj prehodne narave, saj je Zakon o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPSPID) določal, da se morajo najkasneje v roku treh let, šteto do uveljavitve tega zakona, bodisi uskladiti z določbami Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) o investicijskih družbah bodisi preoblikovati v redno delniško družbo (Uradni list RS, št. 50/99). Kasneje je bila sprejeta zakonska sprememba (ZPSPID-A), ki je za skrajni rok uskladitve oziroma preoblikovanja PID-ov določila konec leta 2003 (Uradni list RS, št. 58/02).

Investicijske družbe (ID-i), ki jih poznamo kot eno izmed inacic investicijskih skladov (druga oblika so vzajemni skladi), so zaprti investicijski skladi, katerih značilnost je fiksni obseg kapitala. Ob nastanku izdajo fiksno število delnic, ki jih prejmejo vlagatelji kot nadomestilo za vložena sredstva. Število delnic se lahko poveča le, če se upravitelj sklada odloči za izvedbo nadaljnje javne ponudbe delnic. Tako lahko zaprte investicijske sklade opredelim kot nekakšno obliko delniške družbe, katerih ključna dejavnost je nalaganje pridobljenega premoženja v razne finančne oblike z namenom oplemenitenja premoženja po načelih razpršitve tveganj. Zaradi fiksnega števila delnic k njim ne priteka nov kapital, temveč gospodarijo s kapitalom, pridobljenim ob ustanovitvi oziroma z dobički, ki jih ustvarjajo na podlagi vlaganj. Vendar so tudi te družbe zgolj prehodne oblike, saj ZISDU-1 določa, da se morajo do leta 2011 preoblikovati v vzajemne sklade (Uradni list RS, št. 110/02).

Kot formalni zaključek procesa lastninskega preoblikovanja lahko ovekovečim s sprejetjem Zakona o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe (ZZLPP) v letu 1998. Vendar to v realnosti vsekakor ni bil zaključen postopek, saj PID-om Sklad za razvoj ni prodal vseh deležev podjetij, ki so jih podjetja prenesla nanj z namenom nadaljnje prodaje (Žnidaršič Kranjc, 1994, str. 45).

3.2.2 Prevezna zakonodaja

Zakonodaja, ki je narekovala proces lastninskega preoblikovanja, je poskrbela za znatno razpršenost lastništva. Upoštevajoč dejstvo, da je sleherni državljan Slovenije preko postopkov vlaganja certifikatov dobil možnost do udeležbe v lastniški strukturi podjetij, se velika večina niti ni zavedala, kaj to pomeni, niti ni imela želja po dolgoročnem lastništvu. Nepoznavanje in neizkušenost z delničarskim svetom ter slabe razmere v gospodarstvu (začetek 90-ih je za Slovenijo pomenil izgubo trgov bivše Jugoslavije in neuspešno nastopanje na Zahodu zaradi slabe razvitosti), so bili faktorji, ki so sprožil proces koncentracije lastništva.

Četudi sta Zakon o gospodarskih družbah (ZGD) in Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP) že urejala področje prevzemov in združitvev gospodarskih družb, se je pojavila potreba po podrobnejši in bolj celostni ureditvi tega področja. Dogodki, ki so se dogajali, v praksi so namreč odprli nemalo novih vprašanj, na katere obstoječi zakoni niso dajali zadovoljivih odgovorov. Pereče je bilo predvsem vprašanje zaščite interesov in pravic najšibkejših interesnih skupin. Tako je bil v letu 1997 sprejet Zakon o prevzemih (ZPre), ki je dopolnil ZGD in ZTVP. Kot temeljni cilj zakona je bilo opredeljeno varstvo vlagateljev na trgu vrednostnih papirjev in varstvo manjšinskih delničarjev pri prenosu kontrolnega deleža z nakupom delnic delniške družbe na organiziranem trgu vrednostnih papirjev in v zvezi s tem zagotovitev integritete trga (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 22).

Bešter (1997, str. 43) navaja naslednja temeljna načela ZPre:

1. **enako obravnavanje vseh delničarjev** (7. in 8. člen ZPre) – v primeru poskusa prevzema mora prevzemnik vsem delničarjem ciljnega podjetja ponuditi odkup pod enakimi pogoji;
2. **obvezna ponudba za odkup vseh delnic**, če velikost kontrolnega deleža preseže z zakonom določen prevzemni prag (4. člen ZPre) – s tem se varuje manjšinske delničarje, saj tako ti delničarji dobijo možnost izstopa pri tem pa tudi realizirajo prevzemno premijo;
3. **dolžnost razkritja podatkov** (19. in 25. člen ZPre) – cilj je zmanjševanje netočnih informacij, ki se lahko pojavijo v zvezi s prevzemom ter preprečevanje okoriščanja s trgovanjem notranjih informacij;
4. **omejitev določenih obrabnih dejanj managementa ciljne družbe** (36. člen ZPre) – gre za prepoved upravi podjetja tarče za tiste aktivnosti, katerih edini namen je preprečitev prevzema. Zakon namreč navaja, da se lahko določene obrambne strategije lahko sprejmejo samo v soglasju s skupščino delničarjev. Obstaja namreč možnost nasprotujočih si interesov med managementom ciljnega podjetja in delničarji (lastniki).

Dejanska uspešnost in učinkovitost zakona se pokaže s tem, kako se le-ta izvaja v praksi. Kot že mnogi predhodni zakoni tudi ta, žal, ni bil izjema, kar se tiče zlorab in iskanja zakonskih lukenj. Izpostavil bi predvsem upravičenost statusa in smiselnost, ki jo je lahko imela družba pooblaščenka.

Družba pooblaščenka je opredeljena kot kapitalska družba, ki v svojem imenu in za račun upravičencev kupuje delnice v okviru programa notranjega odkupa in zastopa interese delničarjev določene delniške družbe pri upravljanju in pravicah, ki izhajajo iz lastninskih pravic (Uradni list RS, št. 71/94). Pravno gledano je družbo pooblaščenko definirala že Zakon o privatizaciji pravnih oseb v lasti Sklada Republike Slovenije za razvoj (ZPPOLS), ZPre pa je v 81. členu določil, da lahko delničarji izdajatelja, ki se je preoblikoval na podlagi ZLPP, in ki kot enega od načinov

izvedbe lastninskega preoblikovanja ni izvedel javne prodaje delnic, lahko ustanovijo družbo pooblaščenko po postopku in na način določen v ZPPOLS, pri čemer se za delnice, ki jih pridobi družba pooblaščenka ne uporablja določbe ZPre.

Iz tega lahko pridem do sklepa, da je zakon z določbo, da za delnice, ki jih pridobi družba pooblaščenka, ne veljajo njegova določila, uveljavil takšno izjemo, ki je za sabo pustila kar nekaj posledic. Tu imam predvsem v mislih obvezo dajanja ponudbe za odkup in dolžnost obveščanja o pridobitvi kvalificiranega deleža. Tako družbi pooblaščenki, v procesu pridobivanja lastniškega deleža, ni bilo potrebno dati javne ponudbe za odkup vseh delnic, niti obveščati ATVP o pridobitvi kvalificiranega deleža, kar sta sicer temeljna instituta, ki ju je vpeljal zakon o prevzemih (Vižintin, 2006, str. 58).

Ne gre zanemariti še enega dejstva v povezavi s samim modelom privatizacije pri nas. Iz zapisanega v poglavju 3.1.1 je jasno, da kompromisni predlog, ki je bil sprejet v procesu slovenskega lastninjenja, ni v polni meri dopuščal MBO ali MEBO, kot v tujini. Razpršena lastniška struktura, kot posledica množične privatizacije, je botrovala k temu, da so managerji začeli pogledovati k managerskim odkupom. Po eni strani so imeli motiv zaradi bojzani, da bi postali tarče zamenjave s strani potencialnih novih lastnikov, na drugi strani pa so zaradi notranjih informacij in poznavanja poslovanja podjetja še najboljše od vseh možnih kupcev vedeli, kaj kupujejo in kakšen potencial ima podjetje.

Družba pooblaščenka je bila zaradi zgoraj naštetih dejstev idealna rešitev, ki je managerjem pomagala pri izpeljavi odkupa. Dosti družb pooblaščenk je bilo ustanovljenih s strani vodstva in zaposlenih, kot posledica domnevne nevarnosti prevzema podjetja s strani tujcev. Ker so managerji zaradi večjega števila delnic in svojega vpliva imeli odločilno vlogo pri upravljanju družbe pooblaščenke, so s tem dobili nadzor nad matično družbo, vloga zaposlenih pa je bila zgolj marginalna, a ne nepomembna. Pripomogla je namreč k netransparentnemu pridobivanju deležev matične družbe, največji osmoljenci so bili manjšinski delničarji, saj niso imeli dostopa do dovolj relevantnih informacij, ki bi preprečile njihovo oškodovanost (Vižintin, 2006, str. 58 - 59).

Nedvomno je bil najodmevnejši primer zlorabe družbe pooblaščenke primer družbe BTC, ki ga tudi sam postavljam za začetek drugega vala prevzemov pri nas. Poleg družbe pooblaščenke Ajdacom in družbe Invest Point je tudi uprava BTC začela kupovati delnice omenjene družbe in sicer v sklad lastnih delnic. To so počeli s sredstvi podjetja, tako je BTC v letu 2001 postal skoraj 70 % lastnik lastnih delnic, kljub temu da ZGD omejuje pridobivanje lastnih delnic na 10 %. Vse to se je zgodilo brez resnejših sankcij (Vižintin, 2006, str. 59). Navkljub dejstvu, da je vseskozi obstajal utemeljen sum kršitve zakona, se nihče od regulatornih ali nadzornih organov ni zganil. Pravico pred sodiščem je začel iskati mali delničar Goran Šibič, lastnik družbe Fi-com, ki je imel 57 delnic družbe BTC (Hren, 2008).

Okrožno sodišče v Ljubljani je leta 2006 zavrnilo vse točke izpodbojne tožbe na sklepe skupščine BTC, ki jo je vložil omenjeni mali delničar BTC. Toda višje sodišče je v letu 2008 razsodilo, da je umik 475.828 lastnih delnic BTC, s katerim se je osnovni kapital družbe zmanjšal za 15,86 milijona evrov na 8,34 milijona evrov, ničen. O drugih skupščinskih sklepih – umiku delnic BTC z Ljubljanske borze, o obsežnih spremembah in dopolnitvah statuta družbe in o takratni izvolitvi novih članov nadzornega sveta bo moralo prvostopenjsko sodišče ponovno odločati (Hren, 2008).

Vprašanje je sicer, kakšne bodo dejanske posledice tega sklepa sodišča, neizpodbitno dejstvo pa ostaja, da je šlo v tem primeru (in še kakšnem podobnem) za zlorabo inštituta zakona ter

izigravanje tistih subjektov, katerim naj bi bila posvečena največja mera zaščite – manjšinskih delničarjev.

Zaradi naštetih pomanjkljivosti ter še ostalih, ki niso v tem delu eksplicitno omenjene, so se začele dopolnitve in oblikovanja sprememb prevzemnega zakona. Nastal je ZPre-A, ki je dopolnil obstoječi zakon ter odpravil največje hibe. ATVP je tako pridobila večje pristojnosti, odpravljen je bila izjema, ki je veljala za družbe pooblaščenke, podrobnejše so bile opredeljene tudi povezane osebe. Skratka, vsi ti ukrepi pričajo o povečani skrbnosti za male delničarje.

Vstop Slovenije v EU ter potreba po integraciji z njenimi krovnimi akti je bil povod za temeljitejšo prevetritev prevzemnega zakona. Tako je bil v letu 2006 sprejet nov zakon o prevzemih (ZPre-1), usklajen z Direktivo in določili, ki ščitijo male delničarje. V nekaj stavih velja zapisati najpomembnejše spremembe in ureditve.

Poleg minimalnega standarda, ki ga zahteva Direktiva, zakon določa obvezno uporabo določb zakona za javne delniške družbe, z delnicami katerih se že trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, in za večje nejavne delniške družbe, katerih delovanje je zaradi nekonsolidiranega lastništva (več kot 250 delničarjev) in njihove finančne moči (osnovni kapital večji od štirih milijonov €) podobno delovanju javnih delniških družb.

Na novo so opredeljeni vrednostni papirji ciljne družbe, ki so predmet prevzemne ponudbe ter način izračuna deleža glasovalnih pravic, ki ga ima posamezna oseba v ciljni družbi za namen presoje, ali je ta oseba (že) dosegla prevzemni prag. Prevzemni prag v zakonu ohranja enako številčno (ne pa tudi vsebinsko) vrednost. Tako je prevzemni prag opredeljen na 25 odstotni delež⁷ glasovalnih pravic in ne več na četrtinski delež vrednostnih papirjev. Namen tovrstne ureditve je preprečevanje »parkirišč delnic«. S tem se torej skuša minimizirati institut usklajenega delovanja med različnimi lastniki ciljne družbe.

Na novo so tudi določene osebe, ki delujejo usklajeno, in izpodbitne ter neizpodbitne domneve usklajenega delovanja. Te domneve olajšujejo položaj pri dokazovanju kršitev ZPre-1 ter odvrtaajo morebitne kršitelje.

Nova je opredelitev **pravične cene**. Po zakonu je to cena, ki jo ponudi prevzemnik v prevzemni ponudbi in ne sme biti nižja od najvišje cene, po kateri so prevzemnik ali osebe, ki z njim delujejo usklajeno, pridobivali vrednostne papirje v obdobju 12 mesecev pred objavo ponudbe. Prav tako je ustrezno varstvo zagotovljeno v primeru, če prevzemnik v enem letu po objavi obvezne prevzemne ponudbe pridobi vrednostne papirje po višji ceni, kot je določena v ponudbi. V tem primeru mora prevzemnik delničarjem, ki so sprejeli ponudbo, izplačati razliko v ceni v denarju (gre za t.i. »top-up« klavzulo).

Jasno in pregledno so določeni **roki v prevzemnem postopku** (končni rok in zgornja meja je 60 dni od objave prve ponudbe) ter **informiranje vseh strank** in še posebej predstavnikov delavcev o vseh ključnih elementih povezanih s prevzemno ponudbo.

Na novo so določene **sankcije za kršitve**. Sankcija mirovanja glasovalnih pravic iz vseh delnic (ZPre je določal izgubo glasovalnih pravic v delu, ki presega prevzemni prag) pomeni, da prevzemnik na skupščini ne more uresničevati glasovalnih pravic, in sicer iz vseh delnic. Ta sankcija traja do takrat, ko:

⁷ Odstotni delež glasovalnih pravic se izkaže kot rigidna ureditev, ko je za družbo, ki sicer ne presega lastniškega cenzusa za oddajo prevzemne ponudbe, ugotovljeno, da upravlja z več kot četrtinskimi glasovalnimi pravicami. Po navadi sledi poziv regulatornega organa po prevzemni ponudbi ali pa odvzem glasovalnih pravic.

1. prevzemnik izpolni svojo obveznost (poda prevzemno ponudbo v skladu z zakonom),

ali

2. njegov položaj prevzemnika preneha (ker odtuji vrednostne papirje ciljne družbe tako, da prevzemnega pragu ne dosega več).

Določena je **podelitev aktivne legitimacije za vložitev izpodbojne tožbe** ATVP v primeru, da ciljna družba prevzemniku omogoči uresničevanje glasovalnih pravic v nasprotju z določbami o njihovem mirovanju in je na skupščini sprejet sklep, ki v primeru neupoštevanja teh glasov ne bi bil sprejet.

Možnost izstopa ali izključitve manjšinskih delničarjev (zahteva Direktive). Ureditev izstopa je urejena smiselno ureditvi v ZGD-1 (pridobitev deleža, ki je enak ali večji od 90 odstotkov vseh delnic z glasovalno pravico – t. i. »glavni delničar«) z razliko, da je rok določen na tri mesece, kot primerna denarna odpravnina pa je določeno nadomestilo take vrste in v višini, kot je bilo predmet prevzemne ponudbe.

Novosti, ki jih je prinesel ZPre-1 so se izkazale kot dvorezni meč. Kljub težnji po povečanju stopnje zaščite malih delničarjev je, vsaj v določenih pogledih, dosegel nasprotni učinek. V kombinaciji strategije pospešenega umika države iz gospodarstva ter nove opredelitve prevzemnega praga je prišlo do znatne pospešitve prevzemov. Največ pozornosti so bili deležni prevzemi velikih družb. Pod pritiskom javnosti so bile v naglici sprejete nove zakonske določbe.

3.2.3 »Protitajkunska⁸« zakonodaja

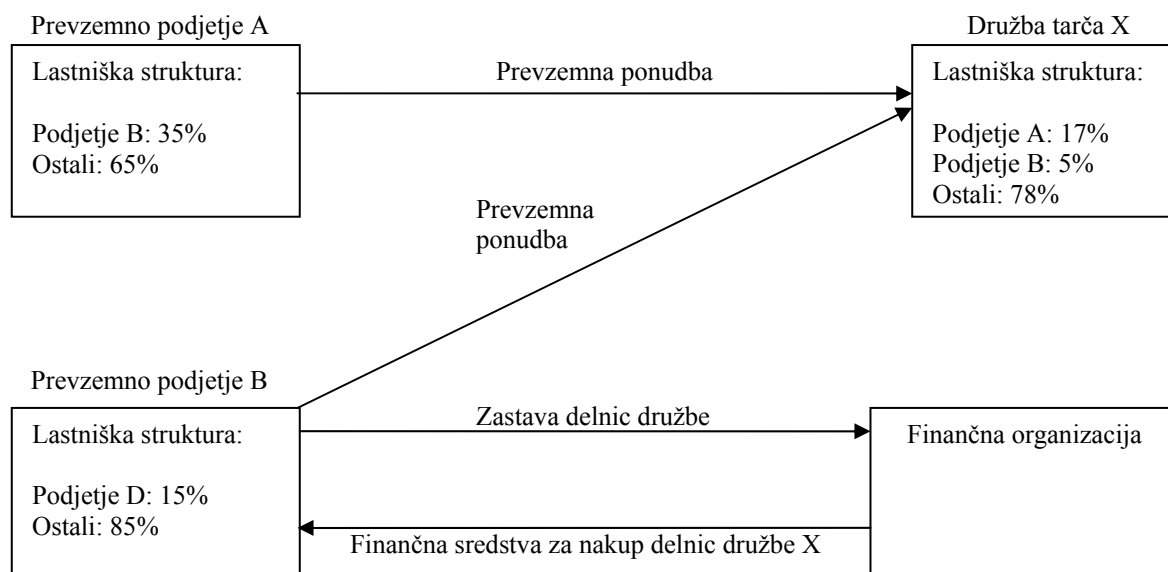
Poleg sprememb v zakonu o prevzemih in zakonu o gospodarskih družbah je konec leta 2007 prišlo še do spremembe v zakonu o bančništvu (ZBan-1). Novosti, ki so jih prinesle te dopolnitve, se nanašajo predvsem na način financiranja v povezavi z zastavo vrednostnih papirjev oziroma premoženja ciljnega podjetja.

Tako je v 32. členu ZPre-1A zapisano, da mora prevzemnik ATVP dokazati, da za plačilo vrednostnih papirjev, na katere se nanaša prevzemna ponudba, ni na kakršenkoli način, posredno ali neposredno, dal ali se zavezal dati v zastavo ali zavarovanje vrednostnih papirjev ali druge oblike premoženja ciljne družbe, ki niso v lasti prevzemnika.

Dopolnitve ZGD-1A v 592. členu prinašajo zahtevo, da kadar je pri prevzemu udeležena družba, ki je imetnik več kot 25 % delnic katere koli druge pri prevzemu udeležene družbe (ko gre torej za prevzem s strani povezanih oseb) in je te delnice dala ali obljubila dati v zastavo ali v zavarovanje za dobljena posojila, s katerimi si je zagotovila sredstva za pridobitev delnic ciljne družbe, je za veljavnost pogodbe o pripojitvi potrebno tudi soglasje večine upnikov vsake pri prevzemu udeležene družbe.

⁸ Beseda tajkun izvira iz japonskega izraza »taikun« in pomeni »veliki gospod«. V našem okolju se je beseda uveljavila kot slabšalni izraz za osebo oziroma skupino oseb, ki so si v procesu privatizacije ustvarili znatno materialno bogastvo ter mrežo poslovnih povezav (<http://sl.wikipedia.org/wiki/Tajkun>, 2009).

Slika 12: Ilustrativni primer dopolnitve 592. člena ZGD-1A



Večinsko soglasje je dano, če dajo soglasje upniki, katerih terjatve znašajo skupaj vsaj 75 % vsote obveznosti družbe, izkazanih v bilanci stanja na dan obračuna prevzema, ki jo je potrdil revizor.

Vloga upnikov v takšnem primeru dobi popolnoma nov pomen. Privolitev v to ali bodo lahko njihovi dolžniki speljali prevzem ciljnega podjetja jim daje vzvod moči, ki ga imajo sicer neodvisni regulatorji. V tem primeru pa ne moremo govoriti o neodvisnosti med obema stranema. Upniki lahko zavrnejo podporo prevzemu zaradi bojazni, da bi se po tem njihov položaj poslabšal. Konec koncev so lahko tudi upniki prevzemna tarča. Spet po drugi strani lahko zlorabijo tovrstno soglasje kot instrument izboljševanja in izsiljevanja dolžnikov (ki želijo speljati prevzem).

Poseg v ZBan-1 je prinesel popravek 145. člena in sedaj zapoveduje, da se ne glede na tretji odstavek tega člena⁹ šteje, da stvarno kreditno zavarovanje, katerega predmet so deleži ali delnice gospodarske družbe, katerih pridobitev je predmet prevzemne ponudbe in neposrednega ali posrednega financiranja oziroma refinanciranja z bančnim posojilom, ni primerno za zmanjšanje kreditnega tveganja.

S takšno zakonsko rešitvijo se ne strinjajo vsi. Nekdanji guverner BS Mitja Gaspari je mnenja, da so takšne spremembe zgrešile svoj namen. Če bi želeli preprečiti, da bi se delnice ciljne družbe uporabljale kot zastava za kredit, bi po Gasparijevem mnenju morali zahtevati dodatno ustreznost kapitala na enoto kredita. Prepričan je, da bi bilo veliko primerneje, če bi BS tovrstne kredite urejala sama, saj ji to možnost omogoča bonitetna kontrola (Dodevska, 2007, str. 3).

Ne gre prezreti tudi ureditve, ki jo zapisuje Druga (Kapitalska) direktiva EU. Njen 23. člen v prvem odstavku navaja, da družba ne sme dajati predujmov, posojil ali jamstev, zato da bi tretja oseba pridobila njene delnice. Naslednji odstavek navaja, da to določilo ne velja za posle,

⁹ Stvarna kreditna zavarovanja so primerna za zmanjšanje kreditnega tveganja:

1. če so dovolj likvidna in
2. če je njihova vrednost v času stabilna, tako da zagotavlja zadostno gotovost glede poplačila.

sklenjene z bankami in drugimi finančnimi ustanovami. Iz navedenega lahko sklenem, da zakon, ki je bil sprejet kot ukrep preprečevanja managerskih prevzemov, negativno vpliva na konkurenčnost naših bank, saj ostale države članice EU ne prepovedujejo tovrstnega financiranja. Z drugimi besedami povedano, tuje banke postajajo konkurenčnejše od naših kot posledica naših zakonskih ureditev.

3.2.4 Zakon o jamstveni shemi in »protitajkunske« izjeme

Kmalu po stečaju ameriške banke Lehman Brothers konec lanskega leta se je posojilna aktivnost naših bank skorajda povsem ustavila. Zaradi nezmožnosti pridobitve svežih virov so se v škripcih znašla tudi do takrat še uspešna podjetja. Vlada se je tako marca letos odločila za pomoč gospodarstvu preko Zakona o jamstveni shemi Republike Slovenije (ZJShemRS). S pomočjo tega zakona in predvidenih 1,2 milijarde evrov jamstev države za posojila podjetjem, sicer le za financiranje vlaganj v investicije, razvoj in obratna sredstva, bi vlada poskrbela za pospešitev likvidnosti v gospodarstvu.

Konec aprila je ZJShemRS uveljavljen v Uradnem listu RS z začetkom veljave 1. maja. Vendar ni minil niti teden, ko vlada sprejme predlog dopolnitev ZJShemRS. Predlagano dopolnilo bi bankam, vključenim v shemo, sicer prepovedalo reprogramiranje »tajkunskih« posojil, a z izjemo: to bi bil možno, če bi ga potrdil nadzorni svet banke in ob presoji, da bi v nasprotnem primeru prišlo do velike škode za banko. Pod pritiskom opozicije se je predlagano možnost obnove managerskih posojil povsem črtalo. Obnova »spornih« posojil tako ne bi bila možna v nobenem primeru, niti izjemoma ob soglasju nadzornega sveta banke.

Vladajoča koalicija je tako pripravila novo dopolnilo oziroma prišlo je do predruženja izjem, ki dovoljujejo refinanciranje politično »spornih« posojil. Novela zakona (ZJShemRS-A) sedaj bankam, ki za odobrene kredite pridobijo jamstvo države, prepoveduje dajanje, refinanciranje ali obnavljanje posojil oz. spreminjanje pogojev posojil, če so namenjena financiranju odkupov podjetij s strani uprav in z njimi povezanih oseb. Prepoved bo veljala le za tiste primere, ko kreditojemalec nima dovoljenja za prevzem ali pa zoper njega teče postopek pred UVK in ATVP.

Ob vsem zapisanem se poraja vprašanje o politizaciji problema. Ne morem se znebiti občutka, da je to dopolnilo usmerjeno le v preprečitev financiranja najbolj razvpitih managerskih odkupov, obšlo pa bo tiste manjše in ne tako odmevne. Niti ne zajema primerov, kjer se prevzemi izvedejo prek tretjih, formalno nepovezanih oseb. Zastavlja se tudi vprašanje, kako bosta ATVP in UVK razkrivala podatke o podjetjih.

Togost in počasnost imata pri sprejemanju zakonske novele o državni pomoči podjetjem zaradi političnih razlogov vsekakor veliko večje razsežnosti kot je morda videti sprva. Ne glede na spornost morebitnega refinanciranja managerskih posojil, se z vsakim dodatnim dnem, ko gospodarstvo čaka na oživitve sheme in povečanje likvidnosti, dela nepopisna škoda. Težo političnih prerokanj morajo na svoja pleča opasati tudi tista podjetja, ki so še do včeraj imela zdrava jedra.

Še enkrat več je to dokaz, da naša politika v vsem tem času ni bila sposobna oziroma ni imela zadostnega konsenza in interesa, da bi vzpostavila dovolj robusten sistem zakonodaj, ki bi preprečevale nastanek situacij, ko lahko posameznik s prekomernim tveganjem obvladuje največje delniške družbe v državi. Posledica teh dejanj je oškodovanost malih delničarjev ter izguba njihovega zaupanja v kapitalske trge. Slednja trditev med drugim pojasnjuje, zakaj je naš kapitalski trg še vedno slabo razvit. Ne sme se zanemariti dejstva, da so ravno gospodinjstva (mali delničarji torej) glavni vir prihrankov in svežega kapitala.

SKLEP

Najbolj grob sklep bi bil, da dogajanje v makroekonomski sferi ni tako trivialno kot se zdi na prvi pogled. Vsakršna odločitev sprejeta na tem nivoju nikakor ne more biti označena kot »*ceteris paribus*«, ampak izzove nemalo število dogodkov, ki so bolj ali manj korelirani s to odločitvijo. Kljub kompleksnosti delovanja ekonomije podrobnejše raziskovanje ponuja pravcato paleto novih odkritij in spoznanj.

Ko teče beseda o managerskih prevzemih (o MBO ali o MEBO), je potrebno pri tem postaviti jasno ločnico med tistimi, ki se dogajajo doma, in tistimi v tujini. Neizpodbitno namreč je, da obstajajo znatne razlike med domačo in tujo prakso na tem področju. Tajnikar tako opozarja, da se v tujini dostikrat dogodi, da lastniki ne verjamejo več v obstanek podjetja ter ga tako prodajo managementu po nizki ceni, le-ti pa so motivirani za preživetje in razvoj družbe. Praksa v našem prostoru je, da država uporabi možnost prodaje podjetja managementu kot eno izmed izstopnih strategij pri prodaji nekdanje skupne lastnine (Dodevska, 2007, str. 3).

Ugotavljam tudi, da imajo slovenski managerji bistveno večjo vlogo od stanovskih kolegov v tujini (predvsem tistih na Zahodu), razlog pa gre iskati v še vedno neoblikovanem »razredu« lastnikov. Ravno zaradi tega se managerske ekipe, ki se lotevajo odkupa podjetja, vse preveč osredotočajo na vstopno strategijo, izstopna strategija se jim zdi povsem marginalna in nepomembna. Postopoma bo v teh družbah vedno več različnih interesov med udeleženci, ki jih bo čedalje težje koordinirati v učinkovit sistem upravljanja prevzete družbe (Peklar, 2007, str. 1).

Prav tako velja izpostaviti, da se negativni vpliv managerskega kredita na kapitalski del plačilne bilance ne kompenzira s povečanjem prihodka na tekočem računu plačilne bilance. Slovenija je že visoko zadolžena, za managerske kredite morajo banke najemati nove kredite na mednarodnih trgih, zato tovrstni prevzemi prispevajo k povečanju deficita plačilne bilance. Podjetje zgolj zaradi managerskega odkupa ne bo več izvažalo. Rast podjetja je odvisna predvsem od dobre poslovne politike in ugodnih makroekonomskih razmer. Opozoriti velja še na dejstvo, da makroekonomske razmere v tranzicijskih državah vsekakor niso tako stabilne kot na Zahodu. Tako se poraja dvom o dejanski stabilnosti podjetij in njihovih denarnih tokov v tranzicijskih deželah.

Ne sme se pozabiti, da je vprašanje managerskih odkupov pri nas postalo politično vprašanje, kar z drugimi besedami pomeni, da ekonomska teorija izgublja odločilni pomen. V svetu je drugače, managerski odkupi so resna alternativa drugim oblikam lastništva. Gledano skozi oči vlagateljev je potreba po kapitalu za managerske odkupe podjetij v njihovem interesu, saj naj bi s tem management postal motiviran za doseganje boljših rezultatov.

Če na tem mestu podam sodbo o smiselnosti in učinkovitosti zakonodaje, ki omejuje managerske prevzeme, lahko zapišem naslednje temeljne ugotovitve. Cilj obravnavanih zakonskih aktov sam po sebi ni napačen, vendar se mi zdi način doseganja teh ciljev sporen. Dejstvo je, da bi morale institucije, kot so Banka Slovenije, Agencija za trg vrednostnih papirjev in Urad za varstvo konkurence, bolje izkoristiti svoje vzvode moči. BS ima skozi mehanizem podeljevanja bonitet komercialnim bankam možnosti, da bi učinkovito nadzirala kreditno izpostavljenost poslovnih bank. UVK in ATVP imata prav tako dosti večje pristojnosti, kot se morda kažejo v praksi. Ukrepi, kot so izrekanje denarnih glob fizičnim in pravnim osebam, odvzemanje glasovalnih pravic, učinkovito ugotavljanje zlorabe prevladujočega položaja in ostali sorodni ukrepi, bi ob striktnem udejanjanju privedli do vse manj kršitev. Dodaten dvom vnaša tudi vprašanje učinkovitosti naših sodišč. Že iz prej obravnavanega primera BTC je jasno, da kljub večletnemu

postopku celotna stvar še vedno ni zaključena. Poraja se vprašanje, ali obstaja vsesplošen interes po učinkovitosti delovanja omenjenih institucij.

Ob zavzemanju teze, da je edino zakonska regulativa učinkovit način preprečevanja spornih posojil in odkupov, potem lahko trdim, da so bili ti zakoni sprejeti zelo pozno, če ne že prepozno. Dejstvo namreč je, da se je velika večina prerazdelitve nekdanje skupne lastnine že zgodila. Država je preko svojih družb za upravljanje premoženja že prodala večino premoženja. Ti deleži so bili prodani tujcem, ponujeni širši interesirani javnosti ali pa managementu podjetja. Tako teh zakonov ni bilo niti v času spornih interpretacij družb pooblaščenke niti v času, ko se je država sredi močne konjunkturo pospešeno umikala iz gospodarstva.

Kljub vsem restriktivnim ukrepom in negativni makroekonomski podobi domačega in svetovnega gospodarstva sem mnenja, da to vsekakor ne pomeni popolnega zamrtja managerskih prevzemov. Dejstvo je, da so se vrednosti vseh podjetij, ki kotirajo na Ljubljanski borzi (za ostala težko naredim oceno tako hitro in očitno), od svojega vrha do danes izrazito zmanjšale. Tako je marsikatero podjetje postalo (zopet) zanimivo za prevzem. Nikakor pa ne želim trditi, da se bodo odkupi še naprej pojavljali v obliki, ki je bila do nedavnega najpogostejša v našem okolju.

Sam sem mnenja, da se bodo dogajali predvsem odkupi, kjer bodo sodelovali tuji skladi zasebnega kapitala. Ob dejstvu, da je zastava premoženja ciljnega podjetja za zavarovanje odkupa le-tega v naši zakonodaji prepovedana, ne vidim ovir, da se tovrstni postopek ne izpelje, ko slovensko podjetje enkrat dobi svojega lastnika in sedež v tujini, kjer je to dovoljeno. Evropska prevzemna direktiva namreč določa, da mora soglasje k prevzemu dati regulatorni organ tiste države članice kjer je registrirano podjetje, ki je prevzemna tarča.

Management bo moral postati pozoren tudi na izstopno strategijo, saj bo razlika med vrednostjo podjetja v času njihovega vstopa ter izstopom finančni pokazatelj njihove uspešnosti. Ne gre pa pozabiti, da bo država preko KAD-a in SOD-a v večini podjetji, ki bodo predmet prevzema, imela odločilni jeziček na tehtnici.

Literatura in viri

1. *Arhiv vrednosti VP in indeksov*. Najdeno 17. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1289&sid=KISss6MbbTgmalAI>
2. Baldi, F. (2004). *Valuing a leveraged buy-out: the expansion of the adjusted present value by means of the real options analysis*. Rim: University of Rome Tor Vergata, Faculty of Economics.
3. Bešter, J. (1996). *Prezvemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
4. Bešter, J. (1997). *Prezvemi podjetij*. *Gospodarski vestnik*, 46 (36), 43-46.
5. Bohinc, R. & Milković, N. (1993). *Privatizacija na Slovenskem 1990-1992 (Zbornik)*. Ljubljana: DZS in Slovenski inštitut za management.
6. Bruto zunanji dolg. (2009). *Ekonomski odnosi s tujino*. Ljubljana: Banka Slovenije.
7. Burrows, A. & Wright, M. (2005). *The UK LBO Manual*. London: Center for Management Buy-out Research University of Nottingham.
8. Burrows, A., Wright, M. & Ball R., (2006). *The German LBO Manual*. London: Center for Management Buy-out Research University of Nottingham.
9. Cirman, P. (2008, 05. november). DZS prevzema Terme Čatež z obveznicami Dela prodaja. Najdeno 17. julija 2009 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/1042219678
10. CMBOR. (2009). *European Private Equity – Summary*. Najdeno 22. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.nottingham.ac.uk/business/cmbor/CEsummary.html>
11. *Definicija BIMBO*. Najdeno 28. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/b/buyinmanagementbuyout.asp>
12. *Definicija MBI*. Najdeno 28. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/m/mbi.asp>
13. *Definicija MEBO*. Najdeno 28. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/m/mebo.asp>
14. *Definicija Tajkun*. Najdeno 28. junija 2009 na spletnem naslovu <http://sl.wikipedia.org/wiki/Tajkun>
15. *Delež dolga v financiranju slovenskega gospodarstva*. Najdeno 22. maja 2009 na spletnem naslovu www.gvin.com
16. Dodevska, M. (2007, 30. november). Vladne spremembe niso v sozvočju s tržno logiko. *Delo*, str. 3.
17. Domanovič, B. (2003). *Koncentrirano lastništvo kot mehanizem vladanja podjetju: Vpliv na uspešnost podjetij v Sloveniji (diplomsko delo)*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
18. *Large Banks and Private Equity-Sponsored Leveraged Buyouts in The EU*. (april 2007). Frankfurt am Main: European Central Bank, Eurosystem.
19. Forstinger Christen, M (2002). *Takeover Law in the EU and the USA: A Comparative Analysis*. The Hague: Kluwer Law International.
20. *Gibanje borznega indeksa SBI 20, v obdobju 2004 – 2007*. Najdeno 28. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1289&sid=dAJl2gb55V82P6kQ>
21. Hampton, J.J. (1989). *Financial decision making: concepts, problems and cases*. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall.
22. *History of the Leveraged Buy-Out, The*. Najdeno 20. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.lbo-advisers.com/Leveraged-Buy-Out.asp>
23. Hren, B. (2008, 21. maj). Višje sodišče: sklep o umiku lastnih delnic BTC leta 2001 je ničen. Najdeno 23. aprila 2009 na spletnem naslovu http://dnevnik.netinet.si/poslovni_dnevnik/320818.

24. Jensen, M. (1986): Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, (76) 2, 323-329.
25. Kocbek, M., Plavšak, N. & Premk, P. (1997), *Zakon o prevzemih (ZPre) s komentarjem*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
26. Kovač, S. (2009, 13. maj). Public enemy: Kriza se širi kot rak . Najdeno 22. maja 2009 na spletnem naslovu: <http://www.finance.si/print.php?tip=1&id=246664>
27. Lahovnik, M. (1998). *Združitve in prevzemi podjetij (magistrsko delo)*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
28. Le Nandt, A.-L. & Perdreau, F. (2006). Financial profile of leveraged buy-out targets: some French evidence. *Review of Accounting and Finance*, 5 (3), 370-392.
29. Lipnik, K. (2007, 18. junij). Zmagovalci managerskih odkupov. Najdeno 28. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/184162>
30. Marn, U. (2008, 8. avgust). Vrag je vzel šalo. *Mladina*, str. 30 in 31.
31. Mramor, D. (1999). *Slovar polslovnofinančnih izrazov*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
32. Mencinger, J. (2009, 30. april). Morda problem ni v tajkunih, ampak v sistemu. *Delo, Sobotna priloga*, str. 8 in 9.
33. Olsen, J. (2002). *Note on Leveraged Buyouts*. Dartmouth: Tuck School of Business at Dartmouth College.
34. Peklar, L. F. (2007, 8. junij). Sedem največjih napak pri managerskih odkupih. Najdeno 7. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.socius.si/sl/Zakladnica+znanja?page=2>
35. Peterca, A (2005). *Uspešen mednarodni prevzem slovenskega proizvodnega podjetja (diplomsko delo)*. Ljubljana: Ekonomska poslovna fakulteta Maribor.
36. Pezdir, R. (2008). *Slovenska tranzicija od Kardelja do tajkunov*. Ljubljana: Časnik Finance.
37. *Poročilo o finančni stabilnosti*. (maj 2009). Ljubljana: Banka Slovenije.
38. Ross, S.A., Westerfield, R.W. & Jaffe, J.F. (1993). *Corporate Finance*. Boston: Irwin.
39. Samec, N. & Vindiš, J. (2001). Trinajsta direktiva o prevzemih : v pripravi nov ali popravljeni, zdaj zavrjnjeni predlog. *Pravna praksa*, 20 (24), 5 - 9.
40. Smrekar, T. (2001, 9. februar). Uprava BTC bo kupovala delnice BTC. Najdeno 22. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/2430>
41. Smrekar, T. (2001, 9. julij). Ajdacomu ni treba dati ponudbe za prevzem BTC. Najdeno 22. aprila 2009 na spletnem naslovu http://www.finance.si/8065/Ajdacomu_ni_treba_dati_ponudbe_za_prevzem_BTC
42. Smrekar, T. (2001, 14. december). Ivan Nerad: BTC so kupovali nezakonito. Najdeno 22. aprila 2009 na spletnem naslovu http://www.finance.si/15024/Ivan_Nerad_BTC_so_kupili_nezakonito
43. Stempel, J. (2008, 2. januar). Citigroup may write down \$12 billion: analyst. Najdeno 20. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://uk.reuters.com/article/partiesNews/idUKN0264078520080102>
44. Sudarsanam, S. (1995). *The Essence of Mergers and Acquisitions*. Hertforshire: Prentice Hall.
45. Tajnikar, M. (2000). *Pripojitive, spojitve in prevzemi*. Ljubljana: Društvo ekonomistov.
46. Tajnikar, M. (2007, 30. november). Vladne spremembe niso v sozvočju s tržno logiko. *Delo*, str. 3.
47. Thomson Reuters LPC. (2009). U.S. Loan Market Review: 2008 ends with lending grinding to a halt. *Secured Lender*, 65 (2), 12-13.
48. Van Horne, J.C.(1996). *Financial management and policy*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall.
49. Vižintin, L. (2006). *Varstvo pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva v podjetju. Magistrsko delo*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

50. Vavpetič, M. (2005). *Združevanje investicijskih družb v Sloveniji Primer Pulsar holding in Krona Holding. Diplomsko delo*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
51. Vuković Tomažević, V (2002, 6. januar). Menedžerski odkup pod pretvezo obrambe pred tujci. Najdeno 22. aprila 2009 na spletnem naslovu: http://www.finance.si/15811/Mened%BEerski_odkup_pod_pretvezo_obrambe_pred_tujci
52. Weston, J.F. (1990). *Mergers, Restructuring and Corporate Control*. London: Prentice-Hall.
53. Wright, M. & Robbie, K. (1996). The investor-led buyout: a new strategic option. *Long Range Planning*, 29 (5), 691.
54. Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. (2002). *Uradni list RS*. (Št. 110/2002, 18. december 2002).
55. Zakon o privatizaciji pravnih oseb v lasti Sklada Republike Slovenije za razvoj in obveznostih Agencije Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo. (1994). *Uradni list RS*. (Št. 71/1994, 18. november 1994).
56. Zakon o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb. (1999). *Uradni list RS*. (Št. 50/1999, 28. junij 1999).
57. Zakon o spremembah zakona o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb. (2002). *Uradni list RS*. (Št. 58/2002, 4. julij 2002).
58. Žnidaršič Kranjc, A. (1994). *Privatizacija ali zakonita kraja: Divja privatizacija, načrtovana kraja ali slovenska nevoščljivost*. Postojna: Dej.