

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
**VREDNOST PODJETJA ZA MANJŠINSKE DELNIČARJE OB
IZTISNITVI**

Ljubljana, September 2011

LUKA KOBE

IZJAVA

Študent/ka **Luka Kobe** izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom **prof. dr. Sergeja Slapničar**, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD.....	1
1. Iztisnitev manjšinskih delničarjev	2
2. Pravna podlaga iztisnitev po ZPre-1 in 384 čl. ZGD-1	5
2.1. Iztisnitev manjšinskih delničarjev po ZPre-1	5
2.2. Iztisnitev manjšinskih delničarjev po 384 čl. ZGD-1	6
3. Vrednotenje ob iztisnitvi	8
3.1. Osnovna vrednost in njena sestava	8
3.1.1. Vrsta vrednosti.....	9
3.1.2. Predpostavke ocenjevanja vrednosti.....	11
3.1.3. Raven vrednosti	12
3.2. Pristopi k vrednotenju	13
3.2.1. Na donosu zasnovan pristop	14
3.2.2. Pristop tržnih primerjav	15
3.2.3. Na sredstvih zasnovan pristop	16
3.3. Odbitki in premije pri ocenjevanju vrednosti podjetja	16
3.3.1. Odbitek za nekontrolni delež.....	17
3.3.2. Odbitek za pomanjkanje tržljivosti.....	19
3.4. Asimetrične informacije	22
3.4.1. Učinek limon (Lemmon effect)	23
3.4.2. Učinek limon na vrednost manjšinskih deležev v podjetju	24
3.5. Praksa ZDA.....	26
3.6. Praksa v Nemčiji	32
3.7. Praksa v Sloveniji	37
3.8. Trenutno sprejeta metodologija	39
SKLEP	41
LITERATURA IN VIRI.....	46
PRILOGE	49

KAZALO SLIK

Slika 1: Ravni vrednosti	12
Slika 2: Povprečje odbitkov glede na študije o restriktivnih delnicah (angl. Restricted Stock Studies)	20
Slika 3: Povprečje in mediana odbitkov glede na Baird študije prvih javnih ponudb	21
Slika 4: Povprečje in mediana odbitkov glede na študije organizacije Willamette Management Associates.....	21
Slika 5: Modificirane ravni vrednosti	31
Slika 6: Iztisnitve in poravnalni ter izpodbojni postopki po letih	33
Slika 7: Mnogokratnik P/B za podjetja glede na (ne)uporabo določb ZPre-1 in ZGD-1	37

UVOD

Lastništvo podjetja s sabo prinese pravice in obveznosti do lastnine. Obveznost predstavlja vestno in odgovorno ravnanje z lastnino, medtem ko se pravice razlikujejo glede na tip lastništva. Težava s pravicami se pojavi, ko pri različnih tipih lastništva pride do nasprotujočih si pravic. Iztisnitev manjšinskih delničarjev predstavlja rezultat nasprotujočih si pravic obvladujočega lastnika podjetja in manjšinskega delničarja podjetja. Obvladujočemu lastniku podjetja pripadajo upravljaljske in finančne pravice lastništva, medtem ko manjšinskemu lastniku pripadajo le finančne pravice. V okviru upravljaljskih pravic obvladujočega lastnika se je s sprejetjem Zakona o gospodarskih družbah (Ur.l. št. 42/2006, v nadaljevanju »ZGD-1«) uvedel korporacijsko pravni institut iztisnitve manjšinskih delničarjev, ki dejansko predstavlja razlastitev manjšinskih delničarjev v zameno za pravično denarno odpravnino.

Denacionalizacija v državah s preteklo socialistično zgodovino je imela za posledico specifično razporeditev lastništva na trgu kapitala. Pojavilo se je veliko število podjetij, v katerih so določen delež lastništva predstavljali manjšinski delničarji. Manjšinski delničarji so za obvladujočega lastnika predstavljali finančno in upravljaljsko breme in temu primerno so se začele razvijati metode za razlastitev manjšinskih delničarjev. Obvladujoči lastniki so pri teh metodah skoraj vedno držali »škarje in platno« v svojih rokah in relativno kmalu se je pokazala potreba po regulaciji tega področja. ZGD-1 regulira to področje z namenom zaščite manjšinskih delničarjev.

Uvedba ZGD-1 in regulacija iztisnitve manjšinskih delničarjev je sprožila obširno razpravo. Nastalo je veliko pravne literature o primernosti postopkov, skladnosti z zakonodajo, skladnosti z ustavo in primerjav s tujo pravno prakso. Zanimivo pa strokovne literature o ekonomskem področju tega instituta, in sicer o ocenjevanju vrednosti podjetij ter pravični denarni odpravnini, skoraj ni bilo.

Namen te diplomske naloge je pregled načinov in predpostavk ocenjevanja vrednosti podjetij za namene iztisnitve manjšinskih delničarjev. Postavil sem si pet vprašanj, na katera bom poskusil odgovoriti v zaključku diplomskega dela, in sicer:

1. Ali manjšinski delničarji v svoji oceni vrednosti zahtevajo del sinergijske vrednosti podjetja?
2. Ali je nezadovoljstvo manjšinskih delničarjev pogojeno s težnjo prevzemnika (obvladujočega lastnika) po nepošteni odtujitvi manjšinskega deleža podjetja?
3. Ali je iskanje poštene vrednosti bližje učinkovitosti v teoriji iger in ali je samo v primeru sodne poravnave dejansko iskanje vrednosti na temeljih stroke oziroma kaj je glavni dejavnik določitve iztisnitvene cene: (i) pogajalska moč ali (ii) stroka?
4. Kakšen je dejanski obseg dobičkov obvladujočega lastnika ob iztisnitvi pod tržno ceno?
5. Ali trenutni sistem v Sloveniji vodi v prakso, kjer bo vsaka iztisnitev končala pred poravnalnim odborom?

Diplomsko delo je sestavljeno iz treh poglavij. V prvem poglavju bom na kratko predstavil pojem iztisnitve manjšinskih delničarjev, razloge obvladujočega lastnika za iztisnitev in najpogosteje uporabljene metode iztisnitve.

V drugem poglavju bom predstavil pravno podlago iztisnitev po Zakonu o gospodarskih družbah in po Zakonu o prevzemih (Ur.l. št. 79/2006, v nadaljevanju »ZPre-1«), razlike med njima ter nekatere postopke, ki so na voljo manjšinskim delničarjem.

Tretje poglavje je namenjeno ocenjevanju vrednosti ob iztisnitvi. V začetku poglavja bom predstavil osnovno vrednost, ki jo želimo oceniti s projektom vrednotenja. Opisal bom možne vrste, predpostavke in ravni vrednosti, ki se največkrat uporabljajo, in katerih izbor je ključen pred začetkom projekta vrednotenja. V drugi točki poglavja bom predstavil tri pristope k ocenjevanju vrednosti, ki so trenutno v stroki ocenjevalcev vrednosti splošno sprejeti in tudi v večini primerov uporabljeni. V tretji točki bom predstavil odbitek za nekontrolni delež in odbitek za pomanjkanje tržljivosti. Sicer obstajajo mnenja stroke ocenjevalcev, da se odbitka v primerih iztisnitev manjšinskih delničarjev ne smeta uporabljati, vendar sem mnenja, da je predstavitev obeh odbitkov in predstavitev njune uporabe pri različnih pristopih k vrednotenju bistvenega pomena za razumevanje ravni vrednosti, ki jo želimo oceniti. V četrti točki bom predstavil problem asimetričnih informacij in »učinka limon«, ki v primerih iztisnitev lahko bistveno vplivata na ocenjeno ter tudi na dejansko višino odpravnine za iztisnjene manjšinske delničarje. V peti, šesti in sedmi točki bom na podlagi dostopne literature predstavil trge, posebnosti in predpostavke, ki se uporabljajo v primerih iztisnitev v ZDA, Nemčiji in Sloveniji. V osmi točki bom združil ugotovitve tretjega poglavja.

Diplomsko delo je zaključeno s sklepom, kjer bom odgovoril na v uvodu zastavljena vprašanja in predstavil ugotovitve.

1. Iztisnitev manjšinskih delničarjev

Iztisnitev manjšinskih delničarjev pomeni neprostovoljno odsvojitve lastniškega deleža podjetja s strani obvladujočega oziroma glavnega delničarja. V tem poglavju bom na kratko opisal načine iztisnitev, ki niso povezani s 384 čl. ZGD-1 ali Zakonom o prevzemih Ur.l. 79/2006 (v nadaljevanju »ZPre-1«) in razloge, zakaj se glavni delničarji sploh odločajo za ta institut.

Razlogi za iztisnitev manjšinskih delničarjev

Razlogi za iztisnitev manjšinskih delničarjev so lahko subjektivne narave, lahko pa imajo tudi objektivno poslovno osnovo. Odločitev za iztisnitev je tako mogoče razumeti kot ukrep zmanjšanja stroškov in tveganj poslovanja podjetja ali kot ukrep izvajanja nadaljnje strategije podjetja.

Stroški in tveganja poslovanja podjetja povezani z obstojem manjšinskih delničarjev so: (1) nezmožnost izkoriščanja vseh sinergij od popolne integracije prevzetega podjetja, (2) zaveza za izvajanje skupščin in izdajanje delničarskih publikacij, (3) tveganje pred tožbami manjšinskih delničarjev zaradi družbenega poslovanja oziroma nevarnosti ogrožanja načrtovanih poslov zaradi možne zlorabe pravic s strani manjšinskih delničarjev (Elsland & Webber, 2004, str. 2).

Kot ukrep nove strategije podjetja lahko navedem dva možna razloga za iztisnitev. Prvi razlog je izstop družbe iz organiziranega borznega trga, ki predstavlja velik administrativni strošek za kotirajoče podjetje. Drugi razlog je v zmanjševanju davčne osnove za podjetje. Skladno s slovensko zakonodajo manjšinski delničarji ne smejo biti diskriminirani v primerjavi z obvladujočim delničarjem, kar pomeni, da ob dobrem poslovanju podjetja manjšinskim delničarjem pripada njihov pro rata del dividend. Če lahko obvladujoči lastnik iztisnitev delničarjev financira z bančnim kreditom v imenu podjetja, ima to na obvladujočega lastnika rastočega podjetja dvojni doprinos. Lastnik lahko financiranje kredita priznava kot zmanjšanje davčne osnove, dividende pa si lahko izplačuje v takšni višini, ki se mu zdi najbolj primerna, saj je 100 % lastnik denarnih tokov.

Treba je poudariti, da izključitev manjšinskih delničarjev v celoti financira obvladujoči lastnik podjetja in ne podjetje samo (Pisk, 2008, str. 2), kar pomeni, da lahko lastnik z najemom kredita zmanjšati davčno osnovo le v primeru, ko ima tudi sam status pravne osebe.

Načini iztisnitev manjšinskih delničarjev

Pravice glavnega delničarja kot obvladujočega lastnika se delijo na finančne pravice in na upravljalne pravice. Manjšinski delničar pa ima iz tega naslove le finančne pravice. Če se obvladujoči lastnik odloči za iztisnitev manjšinskih delničarjev se le-ta lahko izvede na več načinov, pri čemer pa so se v preteklosti nekateri izmed njih že izkazali za etično sporne. Pred uvedbo 384 čl. ZGD-1 in ZPre-1 je izvedba iztisnitev temeljila predvsem na slabi pravni ureditvi tega področja.

»Protipravne (divje iztisnitve) temeljijo na »izstradanju« manjšinskih delničarjev, in sicer s pomočjo zniževanja dividend, zniževanja prejemkov delavcev, ki so hkrati delničarji družbe, zmanjševanja deleža na dobičku s prikritimi izplačili dobička itd« (Ustavno sodišče RS, Odl. US; U-I-165/08-10).

Zmanjšanje vrednosti manjšinskega deleža v podjetju z vidika manjšinskih delničarjev se lahko izvede na dveh ravneh. (i) Na ravni delničarja se izvede z metodami, ki so neposredno usmerjene v zmanjševanje vrednosti deleža manjšinskih delničarjev. Te metode so v večini držav z razvitimi kapitalskimi trgi prepovedane oziroma regulirane z zakonskimi zaščitami manjšinskih delničarjev. Npr. diskriminacija pri izplačevanju dividend, ki so nižje kot tiste, ki si jih izplačuje obvladujoči lastnik, manjšinskim delničarjem. (ii) Na ravni celotnega podjetja se izvede z metodami, ki zmanjšujejo vrednost celotnega podjetja, kar posledično zmanjšuje

tudi vrednost manjšinskega deleža. Npr. investicije v projekte, ki imajo nizke donose, vendar hkrati koristijo drugim nepovezanim družbam, ki so v portfelju lastništva obvladujočega lastnika. Tu se pojavi konflikt med upravljavsko pravico večinskega lastnika in finančno pravico manjšinskega lastnika.

Pisk (2008) je v svoji magistrski nalogi naštel 7 načinov pravno dopustne posredne izključitve manjšinskih delničarjev v primerih, ko večinski delničar nima v lasti 90 % osnovnega kapitala družbe.

- *Likvidacija družbe*

Prodaja sredstev družbe, ki lahko nato kot nova družba nadaljuje s poslovanjem (Pisk, str. 36, 2008).

- *Prenos premoženja*

»Vsaka družba za opravljanje svoje poslovne dejavnosti potrebuje neko premoženje, ki je lahko materialno ali nematerialno. Večinski delničar lahko doseže prenos tega premoženja nanj ali na drugo pravno osebo, ki jo je lahko ustanovil zgolj z namenom nadaljevanja poslovne dejavnosti družbe, od katere je kupil premoženje. Ta oseba, ki je ponavadi gospodarska družba, potem nadaljuje z opravljanjem poslovne dejavnosti brez manjšinskih delničarjev« (Pisk, str. 36, 2008).

- *Vključitev odvisne družbe v glavno družbo*

»Če družbi s sedežem v Sloveniji pripada 95 % odvisne družbe, lahko skupščina odvisne družbe sprejme sklep, s katerim se družba vključi v glavno družbo« (Pisk, str. 39, 2008). »Z vpisom sklepa v register preidejo vse delnice vključene družbe na glavno družbo« (Pisk, str. 39, 2008).

- *Izključitev z združitvijo delnic*

Združitev oziroma povratna delitev delnic pomeni spremembo nominalne vrednosti posamezne delnice v vrednost, ki je višja od prejšnje. Če ima podjetje 100 izdanih delnic z nominalno vrednostjo 1 denarno enoto in na skupščini oziroma ob dokapitalizaciji, določi novo vrednost 10 denarnih enot ali več, lahko na ta način iztisne male delničarje, ki po novi razporeditvi nimajo več zadostnega kapitalskega vložka za vrednost ene delnice (Pisk, str. 41, 2008).

- *Združitev družb*

»Do izključitve oziroma izstopa manjšinskih delničarjev lahko pride tudi z združitvijo dveh ali več družb. Pripojitev delniških družb se opravi s prenosom celotnega premoženja ene družbe na drugo družbo. Spojitev pa se opravi z ustanovitvijo nove delniške družbe, na katero se prenese celotno premoženje družb, ki se spajajo. Prevzete družbe z združitvijo prenehajo, ne da bi bilo treba opraviti postopek njihove likvidacije, njihovim delničarjem pa se v zameno načeloma zagotovijo delnice prevzemne družbe« (Pisk, str. 43, 2008).

- *Povečanje osnovnega kapitala z izključitvijo prednostne pravice*
» Podoben učinek kot izključitev manjšinskih delničarjev ima tudi sprejem sklepa o povečanju osnovnega kapitala družbe, pri čemer se lahko delno ali popolnoma izključi prednostna pravica dosedanjih delničarjev do nakupa novih delnic« (Pisk, str. 45, 2008).
- *Izključitev delničarjev zaradi nepravočasnega plačila vložkov*
»Glavna obveznost delničarjev je vplačilo emisijskega zneska vpisanih delnic na račun družbe ali izročitev stvarnih vložkov družbi. Če delničarji ne plačajo svojih vložkov, se jim delnice in izvedena plačila odvzamejo v korist družbe« (Pisk, str. 47, 2008).

V nadaljevanju se bom posvetil iztisnitvam po ZPre-1 in 384 čl. ZGD-1. Predstavil bom pravno podlago za iztisnitev ter nadaljeval z načini in predpostavkami vrednotenja manjšinskih delničarjev ob iztisnitvi.

2. Pravna podlaga iztisnitev po ZPre-1 in 384 čl. ZGD-1

Iztisnitev manjšinskih delničarjev v Sloveniji je bila uvedena v letu 2006 s sprejetjem novega ZGD-1 in ZPre-1. Pri oblikovanju zakonodaje so se naslanjali na Direktivo evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES (v nadaljevanju »Direktiva«) (Pisk, 2008, str. 114).

Direktiva v 15. členu določa dva primera, v katerih mora država zagotoviti prevzemniku pravico do izključitve manjšinskih delničarjev, ob pogoju plačila poštene cene, in sicer (Pisk, 2008, str. 114):

- kadar prevzemnik razpolaga z vrednostnimi papirji, ki predstavljajo najmanj 90 % kapitala z glasovalno pravico in 90 % glasovalnih pravic ciljne družbe, ali
- kadar prevzemnik v okviru prevzemne ponudbe pridobi oziroma se trdno zaveže k pridobitvi vrednostnih papirjev, ki predstavljajo vsaj 90 % kapitala z glasovalno pravico ciljne družbe in 90 % glasovalnih pravic, zajetih v ponudbi.

Direktiva nalaga državam članicam, da v okviru svoje zakonodaje o prevzemih smiselno vključijo zgornjo možnost iztisnitve manjšinskih delničarjev. Slovenija je po vzoru Nemčije, in nekaterih drugih držav članic, to možnost razširila in jo kot korporacijsko-pravni institut uvedla tudi v sklopu ZGD-1 (Ustavno sodišče RS, Odl. US; U-I-165/08-10).

2.1. Iztisnitev manjšinskih delničarjev po ZPre-1

Za izključitev manjšinskih delničarjev ciljne družbe, v kateri je prevzemnik na podlagi uspešne prevzemne ponudbe pridobil najmanj 90 % delež vseh delnic te družbe z glasovalno pravico, se uporabljajo določbe zakona, ki ureja gospodarske družbe, o izključitvi manjšinskih delničarjev iz družbe (ZPre-1 Ur.l. 79/06, čl. 68/1).

Če skupščina ciljne družbe, na predlog prevzemnika kot glavnega delničarja, v treh mesecih po objavi izida prevzemne ponudbe iz prejšnjega odstavka, sprejme sklep o prenosu delnic manjšinskih delničarjev na glavnega delničarja, mora prevzemnik kot denarno odpravnino namesto denarnega zneska, določenega po zakonu, ki ureja gospodarske družbe, ponuditi nadomestilo take vrste in v taki višini, kakor je bilo določeno v prevzemni ponudbi (ZPre-1 Ur.l. 79/06, čl. 68/2).

Zakon o prevzemih se v določbah o postopkih in načinih iztisnitve navezuje na ZGD-1 z eno pomembno omejitvijo. ZGD-1 vrednostno ne omenja pravične denarne odpravnine in se omejuje le na besedno zvezo primerna denarna odpravnina. ZPre-1 pa v drugem odstavku 68. člena jasno govori o tem, da v kolikor glavni delničar izvede iztisnitev v treh mesecih po objavi izida prevzemne ponudbe, mora iztisnjenim delničarjem ponuditi nadomestilo take vrste in v taki višini, kakor je bilo določeno v prevzemni ponudbi. S tem vzpostavlja minimalno vrednost odpravnine in zagotavlja enako obravnavo manjšinskih delničarjev v primerjavi z glavnim delničarjem. Nekateri avtorji so sicer mnenja, da je prevzemna cena dobro merilo za minimalno iztisnitveno vrednost pri korporacijsko-pravnem institutu iztisnitve po ZGD-1, s čimer se ne strinjam, saj govorimo o popolnoma drugi ravni vrednosti. Problematiko o ravni vrednosti bom predstavil v nadaljevanju diplomske naloge. Zato se bom v nadaljevanju omejil na primerno denarno odpravnino v povezavi z iztisnitvami po ZGD-1.

2.2. Iztisnitev manjšinskih delničarjev po 384 čl. ZGD-1

Skupščina delniške družbe lahko na predlog delničarja, ki je imetnik delnic družbe, ki predstavljajo najmanj 90 % osnovnega kapitala družbe (v nadaljevanju »glavni delničar«), sprejme sklep o prenosu delnic preostalih delničarjev (v nadaljevanju »manjšinski delničar«) na glavnega delničarja, ob plačilu primerne denarne odpravnine (ZGD-1-UPB3 Ur.l. 65/2009, čl. 384/1).

»ZGD-1 možnosti izključitve manjšinskih delničarjev ne veže na način doseganja praga za izključitev. Za izključitev po ZGD-1 tako predhodni postopek s prevzemno ponudbo ni pogoj – glavni delničar lahko manjšinske izključi, ko doseže z zakonom določen odstotek vseh delnic družbe v osnovnem kapitalu, in sicer ne glede na to, ali je navedeni prag dosegel v postopku s prevzemno ponudbo ali na kakršen koli drugi način« (Cankar & Kunovar, 2009, str. 33).

Postopek za iztisnitev se prične z zahtevo za iztisnitev manjšinskih delničarjev, ki jo glavni delničar predloži poslovodstvu podjetja. Poslovodstvo skliče skupščino delničarjev, na kateri glavni delničar predstavi pisno poročilo o višini in primernosti višine denarne odpravnine.

Primernost višine denarne odpravnine, ki jo ponuja glavni delničar, mora pregledati eden ali več revizorjev, ki jih na predlog glavnega delničarja imenuje sodišče (ZGD-1-UPB3 ur.l. 65/2009, čl. 386/2). Revizorjevo poročilo ni potrebno, če se vsi manjšinski delničarji z izjavo odpovejo poročilu (ZGD-1-UPB3 ur.l. 65/2009, čl. 386/2).

Ko revizor opravi revizijo primernosti ponujene denarne odpravnine, o tem pripravi poročilo, ki mora biti pred skupščino dano na vpogled vsem delničarjem. Za izdelavo poročila se smiselno uporabljajo določbe 583. člena ZGD-1 o pripravi poročila o reviziji pripojitve. Tako mora poročilo revizorja vsebovati (Pisk, 2008, str. 73):

- utemeljitev metod ocenjevanja višine odpravnine;
- razloge, zaradi katerih je uporaba teh metod v konkretnem primeru primerna za določitev višine odpravnine;
- če je bilo za določitev odpravnine uporabljenih več metod, kakšna vrednost je bila ugotovljena pri uporabi vsake od teh metod; hkrati je treba dati mnenje o relativni pomembnosti, pripisani takim metodam pri izračunu odpravnine, o kateri se odloča, in opisati vse morebitne posebne težave pri ocenjevanju višine odpravnine;
- na koncu pa mora revizor podati mnenje, ali je ponujena odpravnina primerna ali ne.

Revizor lahko oziroma po standardih mora za naloge, za katere ni strokovno usposobljen, pridobiti oziroma najeti večšaka. V primerih iztisnitve so to ocenjevalci vrednosti podjetij, ki jih lahko najame eden od udeležencev v postopku.

»Ne glede na to, kdo ocenjevalca podjetij najame, je revizor odgovoren za oceno njegove strokovne sposobnosti in nepristranskosti ter za oceno njegovih storitev« (Praznik, 2007, str. 6), za kar je revizor tudi odškodninsko odgovoren.

Varstvo pravic manjšinskih delničarjev v postopkih iztisnitve ščitita predvsem dva pravna postopka. Prva možnost je vložitev tožbe za izpodbojnost sklepa skupščine, ki se nanaša na nepravilnosti v postopku. Druga možnost je zahteva za sodni preizkus primernosti denarne odpravnine.

Med izpodbojnimi razlogi iz 395. člena ZGD-1 bodo v praksi prišli v poštev predvsem naslednji primeri neposrednih kršitev zakona, zlorab pravic ter obidov zakonskih določb (Schnorbus v Pisk, 2008):

- kršitve določb zakona ali statuta o izvedbi skupščine;
- zloraba pravil glede statusa glavnega delničarja (npr. glavni delničar le začasno pridobi delnice z namenom, da izpelje postopek izključitve manjšinskih delničarjev, ali pa več delničarjev delnice prenese na družbo holding z izključnim namenom izključitve preostalih družbenikov);
- preoblikovanje d.o.o. v d.d. z izključnim namenom izključitve manjšinskih delničarjev;
- nakup lastnih delnic s strani družbe z namenom, da se glavnemu delničarju omogoči dosego 90 % pragu, saj se lastne delnice pri izračunu tega pragu ne upoštevajo;
- povečanje osnovnega kapitala ali odsvojitve lastnih delnic, pri čemer bi kot kupec lahko nastopal le glavni delničar;
- kršitev delničarskega sporazuma, v katerem bi se glavni delničar zavezal, da ne bo zahteval izključitve manjšinskih delničarjev.

Zahtevo za sodni preizkus denarne odpravnine lahko iztisnjeni delničarji vložijo z razlogi navedenimi v čl. 388/2 ZGD-1, in sicer: če ponujena odpravnina ni primerna, če glavni delničar ni ponudil odpravnine ali če odpravnina ni bila ponujena pravilno.

Sodišče na podlagi dokazov, ki jih priložita obe stranki, odloči o primernosti denarne odpravnine manjšinskih delničarjem. Na podlagi čl. 607/2 ZGD-1 pa lahko v postopku ugotavlja tudi dejstva, ki jih udeleženci niso navedli, in izvede dokaze, ki jih udeleženci niso predlagali.

Primernost denarne odpravnine se presoja na podlagi strokovnih predpostavk, zato ima sodišče možnost, da po svoji odločitvi ali na zahtevo katerega od udeležencev zakona pridobi mnenje poravnalnega odbora za preizkus menjalnega razmerja. Poravnalni odbor je sestavljen iz strokovnjakov s področja prava, računovodstva, financ ali revizije in se sestavi za vsak posamezen primer. Poravnalni odbor deluje kot strokovnjak v postopku in na koncu postopka izda mnenje ter ga predloži sodišču. Stranke v postopku pa se lahko odločijo tudi za postopek poravnave pred poravnalnim odborom, ki nato sodišču le posreduje zapisnik o dogovorjeni poravnavi.

Poravnalnega odbora v nemški zakonodaji, ki je v večini primerov podlaga slovenski, ne poznajo in končne odločitve o primernosti denarne odpravnine prepuščajo sodnikom. V nadaljevanju te naloge bom omenil tudi postopke pri iztisnitvah v Nemčiji, kjer je s podobno zakonodajo, kot je naša, prišlo do neučinkovitega sistema postopkov pri iztisnitvah in je bila zato potrebna sprememba oziroma popravek zakonodaje. Zato bi v tej točki rad opozoril na pomembnost razlikovanja in stroge razmejitev med razlogi za uvedbo postopka o izpodbojnosti ter razlogi za uvedbo postopka presoje primerne denarne odpravnine s strani sodišč.

3. Vrednotenje ob iztisnitvi

Ocenjevanje vrednosti oziroma vrednotenje nekega podjetja ob iztisnitvi manjšinskih delničarjev predstavlja za ocenjevalca podjetij podobne težave in postopke kot pri kakršnemkoli drugem projektu vrednotenja. V tem poglavju bom poskusil predstaviti pomembne dejavnike ocenjevanja vrednosti za iztisnjene delničarje. Te dejavnike bom na koncu poglavja podkrepil tudi s prakso izbranih držav.

3.1. Osnovna vrednost in njena sestava

Pred začetkom vrednotenja kapitala podjetja je treba določiti vrsto vrednosti, predpostavko ocenjevanja vrednosti in raven vrednosti, ki jo ocenjujemo. To določimo na podlagi namena in okoliščin vrednotenja.

(i) Vrsta vrednosti običajno odraža predpostavko o tem, kdo bo kupec in kdo prodajalec v hipotetični ali dejanski transakciji sredstev, posesti ali deleža v podjetju. Z drugimi besedami

odgovori na vprašanje: »Vrednost za koga? in »V kakšnih okoliščinah?« (Pratt & Reilly & Schweih, 2008, str. 72). (ii) Predpostavka vrednosti odraža stanje podjetja oziroma kapitala, ki ga želimo vrednotiti. (iii) Raven vrednosti odraža lastnosti podjetja oziroma kapitala, ki ga želimo vrednotiti.

3.1.1. Vrsta vrednosti¹

Določanje vrste vrednosti je osrednjega pomena pred začetkom vsakega projekta vrednotenja. Vrste vrednosti se največkrat deli v štiri osrednje kategorije, ki so ali določene v stroki ali v pravnem redu oziroma standardih, in sicer:

Poštena tržna vrednost

»Cena, izražena v denarju, po kateri bi si premoženje izmenjala hipotetičen, voljan in zmožen kupec ter hipotetičen, voljan in zmožen prodajalec, ki delujeta medsebojno neodvisno na odprtem in popolnem trgu, na katerem nobeden od njiju ni prisiljen kupiti ali prodati, ob enem pa sta oba ustrezno seznanjena s potrebnimi dejstvi« (Business Valuation Standards (BVS), ki jih izdaja Ameriško združenje ocenjevalcev, angl. American Society of Appraisers (ASA), str. 23).

Opredelitev poštene tržne vrednosti je v veliki meri enaka opredelitvi tržne vrednosti, tako se pojma lahko izmenično uporabljata za isto podlago vrednosti.

Pojasnilo o povezavi med tržno vrednostjo in pošteno vrednostjo, ki se običajno pojavljata v računovodskih standardih, Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti (v nadaljevanju »MSOV«) prikazujejo s sledečo obrazložitvijo: »Izraza tržna vrednost in poštena vrednost, kot se običajno pojavljata v računovodskih standardih, sta na splošno združljiva, če že nista v vsakem primeru točno enakovredni zasnovi. Poštena vrednost kot računovodska zasnova je v Mednarodnih standardih računovodskega poročanja in drugih računovodskih zasnovah opredeljena kot znesek, za katerega je mogoče zamenjati sredstvo ali s katerim je mogoče poravnati obveznost med dobro obveščanima in voljnima strankama v transakciji, v kateri sta medsebojno neodvisni in enakopravni. Poštena vrednost se običajno uporablja za poročanje tako o tržnih kot netržnih vrednostih v računovodskih izkazih. Če je možno ugotoviti tržno vrednost sredstva, je ta vrednost enaka poštenu vrednosti.« (Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti v nadaljevanju »MSOV«, 2007, str. 19).

Vrednost za naložbenika

»Vrednost za posameznega naložbenika je tista vrednost, ki temelji na njegovih individualnih zahtevah in pričakovanjih« (Praznik, 2004, str. 27).

¹ Angl. Standard of Value

Vrednost odraža subjektiven odnos med posameznim naložbenikom in dano naložbo. Konceptualno se razlikuje od tržne vrednosti, čeprav sta si lahko tržna vrednost in vrednost za naložbenika podobni. V primeru, da so naložbenikove zahteve na trgu tipične, bo vrednost za naložbenika enaka tržni vrednosti (Pratt, 2008, str. 74).

Notranja vrednost

»Notranja vrednost je vrednost, ki jo ima določen naložbenik za pravo vrednost, upoštevajoč analitične predpostavke, na katerih je bila utemeljena. Če bi enake predpostavke upoštevali tudi drugi naložbeniki, bi postala tržna vrednost« (Praznik, 2004, str. 27).

Pri ocenjevanju delnic je notranja vrednost, pridobljena na podlagi temeljne analize družbenih sredstev, zmožnosti kreiranja denarnih tokov in drugih dejavnikov, praviloma primerna cena za delnice (Pratt, 2008, str. 75).

Poštena vrednost

Poštena vrednost je v MSOV opisana kot vrednost, katere podlaga vrednosti ni tržna vrednost. V tuji praksi se ta vrednost postavlja ob bok primerni denarni odpravnini v primerih iztisnitve manjšinskih delničarjev.

»Ta vrsta vrednosti se v največji meri uporablja v sodnih sporih med delničarji, ko obvladujoči lastnik z nameravano transakcijo ali drugim dejanjem oškoduje manjšinskega delničarja« (Praznik, 2004, str. 26).

V ZGD-1 se v primerih iztisnitev kot ekvivalentni pravni izraz poštene vrednosti uporablja izraz primerna denarna odpravnina. V domači in tuji strokovni literaturi se v primerih iztisnitve manjšinskih delničarjev uporablja poštena vrednost kot vrsta vrednosti za te namene. Zato bom tudi sam v nadaljnji razpravi uporabljal izraz poštena vrednost.

»Zakonska pravila za določitev primerne denarne odpravnine so v večini držav (EU kot tudi ZDA) ohlapno opredeljena, zato jih je treba vsebinsko napolniti z ustreznimi pravili stroke ocenjevanja vrednosti in s pomočjo sodne prakse« (Cankar & Kunovar, 2009, str. 31).

Pri uporabi izraza poštena vrednost se pojavi težava, ko pogledamo definicijo poštene vrednosti, kot je ta zapisana v MSOV.

Poštena vrednost je »Znesek, za katerega naj bi seznanjeni in voljni stranki zamenjali sredstvo v transakciji med nepovezanima in neodvisnima strankama« (MSOV, 2007, str. 63).

Kot je razvidno iz zgornje opredelitve, je v MSOV poštena vrednost opisana na podoben način kot poštena tržna vrednost. To pomeni, da je potrebna velika mera previdnosti pri

opredelitvi vrste vrednosti in pri določitvi, ali je to poštena vrednost ali poštena tržna vrednost.

3.1.2. Predpostavke ocenjevanja vrednosti²

Izbira primerne predpostavke vrednosti je pomemben korak pri opredelitvi naloge ocenjevanja. Pri vrednotenju obvladujočega deleža podjetja je izbira primerne predpostavke vrednosti funkcija najvišje in najboljše uporabe skupnih sredstev ocenjevanega podjetja (Pratt, 2008, str. 79).

V MSOV so zapisane tri prevladujoče predpostavke ocenjevanja vrednosti:

Vrednost delujočega podjetja

Gre za vrednost celotnega podjetja, za katerega se pričakuje, da bo delovalo v prihodnosti. Neopredmeteni elementi, ki pripadajo vrednosti delujočega podjetja, so dejavniki, kot so usposobljena delovna sila, delujoč obrat, potrebna dovoljenja, sistemi in postopki (ASA Business Valuation Standards, str. 28).

Vrednost delujočega podjetja je v večini primerov tudi najbolj primerna uporabljena predpostavka ocenjevanja vrednosti v primerih iztisnitve manjšinskih delničarjev.

Likvidacijska vrednost

Ta vrednost opisuje situacijo, kjer ponujamo skupino sredstev, ki deluje povezano v podjetju, v prodajo ločeno, običajno po zaprtju podjetja (MSOV, str. 54). Predpostavka predvideva, da podjetje v prihodnosti ne bo več delovalo, zato se sredstva podjetja razprodajo ločeno in ne kot celota.

Ta vrednost je večkrat povezana s prisilno poravnavo, v primerih iztisnitve manjšinskih delničarjev pa se ta predpostavka uporabi v primerih, ko likvidacijska vrednost preseže vrednost delujočega podjetja. To pomeni, da tudi, če ima podjetje izpolnjene vse pogoje za nadaljevanje poslovanja, ne proizvaja zadovoljive dodane vrednosti, in ga je zato bolj smotrno likvidirati kot pa nadaljevati s poslovanjem.

Vrednost ostanka

Opisuje vrednost sredstva, ki jo dosežemo ob koncu dobe gospodarne uporabe za namen, za katerega je bilo izdelano. Sredstvo ima lahko še vedno vrednost v okviru alternativne uporabe ali reciklaže (MSOV, str. 54). Predpostavke vrednosti ostanka ni smiselno uporabiti kot primarne predpostavke pri projektu ocenjevanja vrednosti za namene iztisnitve manjšinskih

² Angl. Premise of Value

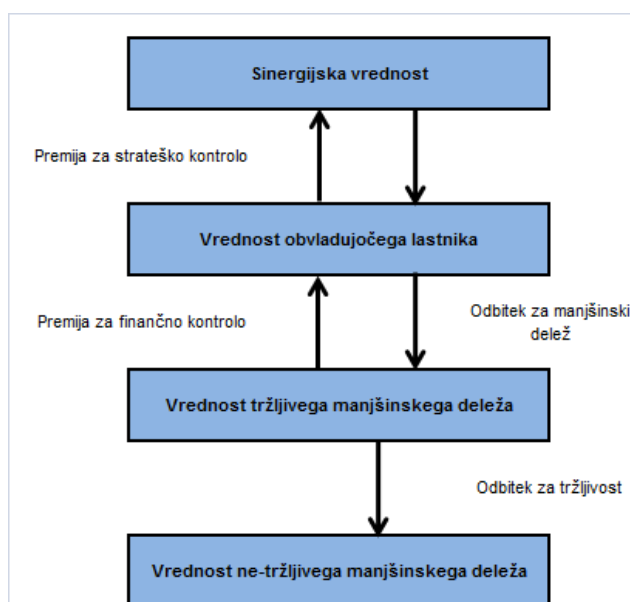
delničarjev. Glede na to, da se ocenjevanje vseeno vrši za celotno organizacijo, je ta predpostavka smiselna pri oceni določenih delov podjetja oziroma sredstev, ki jim je gospodarna doba že iztekla.

3.1.3. Raven vrednosti³

Določitev vrste in predpostavke vrednosti še ne zadostuje za izvedbo projekta vrednotenja. Treba je določiti raven vrednosti. Raven vrednosti se določa glede na lastnosti vrednotenega podjetja ali deleža podjetja.

V strokovni literaturi sta trenutno splošno sprejeta dva zelo podobna modela ravni vrednosti.

Slika 1: Ravni vrednosti



Vir: E.G. Matthews, Misuse of Control Premiums in Delaware Appraisals, 2008, str. 108.

Kot je razvidno iz zgornjega diagrama najnižjo raven vrednosti predstavlja vrednost za manjšinskega lastnika brez organiziranega trga za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev. Ta raven vrednosti, popravljena za premijo za tržljivost (odbitek, če se pomikamo po diagramu navzdol), nam da raven vrednosti manjšinskega lastnika ob obstoju organiziranega trga za vrednostne papirje. Naslednja raven je povečana za premijo za finančno kontrolo (odbitek za manjšinski delež, če se pomikamo po diagramu navzdol), kar pomeni, da dobimo raven finančne kontrole oziroma vrednost za obvladujočega lastnika. Najvišja raven pa je sinergijska vrednost, ki pomeni vrednost za obvladujočega lastnika, povečano za premijo za strateško kontrolo. Sinergijska vrednost se pojavi le ob spremembi obvladujočega lastnika, saj

³ Angl. Level of Value

predvideva prihranke ob prevzemu podjetja in s tem učinkovitejše vodenje novega obvladujočega lastnika.

Soroden model, ki je tudi splošno sprejet v strokovni javnosti, se od zgoraj opisanega modela razlikuje le v tem, da najnižjo raven vrednosti razdeli na vrednost za manjšinskega lastnika brez organiziranega trga in na vrednost za lastnika, ki ima v lasti delnice z omejenimi pravicami. To bom podrobneje predstavil v poglavju o tržljivostnem odbitku.

Naloga ocenjevalca je določiti, katero raven vrednosti bo ocenil z uporabljenimi metodami ocenjevanja in katero raven potrebuje za izvedbo projekta ocenjevanja. Če raven vrednosti, dobljena z uporabljenimi metodami vrednotenja, in raven vrednosti, ki jo potrebuje, nista enaki, je treba dobljeni rezultat prilagoditi s primerno premijo oziroma odbitkom. Velja pravilo, da manjšinski delničarji ob iztisnitvi ne smejo biti oškodovani v primerjavi s stanjem pred iztisnitvijo. Temu sledi, da so upravičeni do ravni vrednosti obvladujočega lastnika, vendar, kot si bomo pogledali kasneje s pomočjo diagrama modificiranih ravni vrednosti (glej Slika 5), ta upravičenost do ravni vrednosti za obvladujočega lastnika ne drži vedno.

3.2. Pristopi k vrednotenju

Za namene temeljne analize in ocenjevanja vrednosti podjetij se uporablja tri splošno sprejete pristope k ocenjevanju podjetja. Izbira uporabljenega pristopa in metode se naredi glede na vrsto podjetja, ki se ocenjuje, ter na podlagi namena ocenjevanja podjetja. Pri oceni vrednosti metode vsakega izmed pristopov slonijo na različnih osnovah, vendar bi kljub temu na popolnem trgu kapitala ocenjena vrednost morala biti enaka, ne glede na uporabljeno metodo. Seveda to ni tako, zato se v praksi velikokrat uporablja mešanica teh pristopov z namenom uporabe povprečja vrednosti ali z namenom kontrole izračuna osnovnega pristopa. V nadaljevanju podpoglavja bom na kratko predstavil vse tri pristope.

Datum vrednotenja

Datum vrednotenja je pri ocenjevanju vrednosti kritičnega pomena, saj se lahko vrednost močno spremeni v zelo kratkem času. Splošno sprejeta praksa je, da se v primeru vrednotenja ob iztisnitvi uporablja datum skupščine delničarjev, ko je bila objavljena iztisnitev.

V Nemčiji se za velikost denarne odpravnine v skladu z nemškim ZGD upošteva situacijo podjetja na dan skupščine delničarjev (Crocini, Ehrhardt & Nowak, 2009, str. 7), ki pa je tudi splošno sprejet datum v strokovni javnosti in sodiščih drugje po svetu.

Pri vrednotenju podjetja in napovedi možnih prihodnjih denarnih tokov se lahko uporabljajo samo dejstva, znana do tega datuma. Vse spremembe, ki se pojavijo v času postopka iztisnitve, se zanemarijo.

3.2.1. Na donosu zasnovan pristop

Vrednost sredstva predstavlja sedanja vrednost pričakovanih prihodnjih donosov, ki temeljijo na pričakovanju, da sredstva generirajo tok donosov v obdobju, ko jih imamo v lasti. Za pretvorbo tega ocenjenega toka donosov v vrednost delnice je treba diskontirati ta tok glede na pričakovano stopnjo donosa. Ta proces vrednotenja potrebuje ocene (i) toka pričakovanih donosov in (ii) pričakovano stopnjo donosa (Reilly, 2003, str. 374).

Metoda diskontiranega denarnega toka (angl. Discounted Cash Flow Method, v nadaljevanju »DCF«) je izpeljava zgoraj opredeljene teoretične vrednosti. Ocenjena vrednost sloni na predpostavkah ocene denarnih tokov, diskontne stopnje in t.i. terminalne vrednosti, ki predstavlja vrednost podjetja po izteku obdobja. Za oceno se uporabijo enake predpostavke kot tiste, ki v definiciji opisujejo vrednost sredstva. Tako, če je to mogoče, DCF najbolj zaželena metoda za oceno vrednosti podjetja oziroma nekega sredstva. Primernost in teoretična pravilnost metode pa zagotovo še ni zadosten pogoj za pravilnost ocenjene vrednosti.

Osnovna formula za oceno vrednosti je sledeča: $PV=CF/d^n+TV^4$.

Ocena denarnega toka se lahko vrši za lastniški ali za celotni kapital podjetja. Za namene iztisnitve manjšinskih delničarjev se ocena večinoma izvaja za celotni kapital podjetja, ki je sestavljen iz naslednjih kategorij (Praznik, 2004, str. 71):

- dobiček iz poslovanja, prilagojen za davčno stopnjo na dobiček,
- + nedenarni stroški (amortizacija, povečanja dolgoročnih rezervacij),
- - naložbe v osnovna sredstva (v obsegu, ki je potreben za uresničitev načrtovanega obsega aktivnosti),
- + denar, pridobljen z dezinvestiranjem (v obsegu, ki je potreben za prilagoditev sredstev načrtovanemu obsegu aktivnosti),
- - vlaganja v obratni kapital (v obsegu, ki je potreben za uresničitev načrtovanega obsega aktivnosti),
- = čisti denarni tok za celotni kapital.

Ocenjevalec vrednosti na podlagi zgornjih kategorij oceni denarni tok za vnaprej predvideno časovno obdobje. Glede na to, da je vrednost denarnega toka čez 1 leto manjša kot vrednost enakega denarnega toka danes, je treba za oceno vrednosti izbrati še diskontno stopnjo, s katero se denarni tok diskontira.

Izbira oziroma ocena diskontne stopnje izvira iz ocene prepoznanega oziroma predvidenega tveganja. Investitor po osnovni ekonomski logiki zahteva za investicije z večjim tveganjem večji donos oziroma višjo obrestno mero na vložena sredstva. Diskontna stopnja predstavlja

⁴ Sedanja vrednost=denarni tok/diskontna stopnja+terminalna vrednost

inverzno vrednost obrestni meri in kot taka z večanjem tveganja raste v imenovalcu ulomka. Sestavljena je iz (i) obrestne mere za netvegano naložbo in (ii) dodatka za tveganje. Obrestna mera za netvegano naložbo je načeloma enaka obrestni meri dolgoročnih državnih obveznic, dodatek za tveganje pa se določi na podlagi sistemskega tveganja na trgu in specifičnega tveganja posameznega podjetja.

Ob zaključku vsakega projekta vrednotenja se ob upoštevanju osnove vrednosti iz prejšnjega poglavja odloča o smiselni uporabi odbitkov in premij. DCF metoda je glede na ostale metode v tem pogledu specifična. Avtorji trenutno prevladujoče, predvsem tuje literature ocenjevanja vrednosti, med drugim tudi Matthews (2008) in Pratt (2008), govorijo o tem, da ni smiselno uporabljati premij na vrednosti, ki jih ocenimo z izračunom po tej metodi, pri uporabi odbitkov pa je potrebna previdnost, saj so določene predpostavke, ki so podlaga uporabi odbitkov, že upoštevane pri izračunu diskontne stopnje oziroma oceni prihodnjih denarnih tokov.

3.2.2. Pristop tržnih primerjav

Medtem ko se akademiki osredotočajo na DCF vrednotenja, je v realnosti večina sredstev vrednotenih na primerjalni osnovi. Pri primerjalnem vrednotenju ocenjujemo vrednost sredstva glede na to, kako trg ceni podobna sredstva (Damodaran, 2006, str. 15).

Vrednotenja na podlagi tržnih primerjav lahko razdelimo na (i) vrednotenje na podlagi tržnih mnogokratnikov in (ii) vrednotenje na podlagi primerljivih kupo-prodaj sredstev oziroma podjetij. Pri obeh postopkih je treba poiskati primerljivo podjetje oziroma primerljivo kupo-prodajo nekega sredstva oziroma podjetja. Poiskati primerljivo kupo-prodajo nekega sredstva oziroma podjetja je na majhnem trgu včasih težko, zato se bolj uporablja vrednotenje na podlagi tržnih mnogokratnikov. Tržne mnogokratnike, kot sta P/B (tržna vrednost/knjigovodska vrednost) in EV/EBITDA (vrednost kapitala/dobiček iz poslovanja in amortizacija), se lahko uporabi pri primerjavi med podobnimi podjetji, kjer je smiselna uporaba vsakega izmed mnogokratnikov.

Pristop je pogosto uporabljen zaradi svoje enostavnosti in možnosti ocene vrednosti na podlagi javno znanih podatkov. Smiselna je uporaba vseh odbitkov in premij, če ocenjevalec meni, da je to potrebno za izračun želene osnovne vrednosti. Kot bomo ugotovili v nadaljevanju, se za osnovno vrednost, ki jo želimo oceniti pri iztisnitvah manjšinskih delničarjev, odbitkov in premij načeloma ne uporablja. Ocena vrednosti ni najbolj zanesljiva, zato se v praksi ocenjevalcev podjetij predlaga, da se te metode uporabijo, kadar druge niso primerne oziroma je potrebna stopnja natančnosti pri projektu ocenjevanja nizka ali kadar se uporabljajo z namenom potrditve izračunov po drugih metodah. Kljub temu pa enostavnost tega pristopa prevlada in, kot v uvodu poglavja ugotavlja Damodaran (2006), ti pristopi vrednotenja prevladujejo.

3.2.3. Na sredstvih zasnovan pristop

Metoda ocene vrednosti na sredstvih zasnovanega pristopa, ki je najbolj uporabljena, je metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti.

»Metoda temelji na načelu substitucije, po katerem kupec za določeno sredstvo ni pripravljen plačati več, kot bi bil strošek nadomestitve s sredstvom z enako uporabnostjo. S to metodo prilagodimo vsa materialna in nematerialna sredstva in obveznosti, ne glede na to, ali jih bilanca stanja zajema ali ne, na (pošteno) tržno vrednost; razlika med tako ocenjenimi sredstvi in obveznostmi predstavlja vrednost lastniškega kapitala podjetja« (Praznik, 2004, str. 95).

3.3. Odbitki in premije pri ocenjevanju vrednosti podjetja

Odbitki in premije v primerih iztisnitev manjšinskih delničarjev **niso primerni**, saj manjšinski delničar iz podjetja ne izstopa prostovoljno. Kljub temu bom v nadaljevanju pojasnil, kaj so odbitki za nekontrolni delež in odbitki za pomanjkanje tržljivosti. Namen tega poglavja je na kratko predstaviti odbitke, da bo bralec v nadaljevanju naloge vedel o kakšnih ravneh vrednosti sploh govorimo. Razumevanje prave ravni vrednosti, ki jo ocenjujemo v primerih iztisnitev manjšinskih delničarjev in jo bomo spoznali v naslednjih poglavjih, brez poznavanja odbitkov za pomanjkanje tržljivosti in odbitkov za manjšinski delež ni mogoče.

Vrednost podjetja ali dela podjetja je pod vplivom skupka lastnosti in ugodnosti, ki jih to podjetje ali del podjetja prinaša. Diskonti in premije izhajajo iz metodologije ocenjevanja vrednosti podjetja in njihove umestitve v celoten kontekst vrednotenja. Tako so diskonti in premije primerni v pristopih primerjalnih vrednotenj, v pristopih DCF vrednotenj pa so metodološko neprimerni.

DCF vrednost predstavlja celotno vrednost prihodnjih denarnih tokov iz poslovanja. Z izjemo sinergijske vrednosti podjetje ne more biti vredno več, kot je vrednost njegovih bodočih denarnih tokov, tako je neprimerno in nelogično dodati premijo na vrednotenje DCF (Matthews, 2008).

Zaradi odsotnosti glasovalnih pravic je manjšinski delež vreden manj kot kontrolni delež. V praksi odbitek za nekontrolni delež odraža zgolj dejstvo, da vlagatelji vrednotijo možnost neposrednega upravljanja in posledično niso pripravljeni plačati toliko za delnice na manjšinski osnovi, kot so za delnice, ki posedujejo kontrolni delež (Moll, 2004, str. 20). Na tem mestu je treba dodati, da to velja v primerih prostovoljne odsvojitve lastniškega deleža. V primerih prisilne iztisnitve pa, kot je že omenjeno v uvodu poglavja, ta odbitek ni dovoljen.

3.3.1. Odbitek za nekontrolni delež

Pomemben del vrednosti deleža podjetja izhaja iz stopnje nadzora oziroma pomanjkanja le-tega. Pri ocenjevanju vrednosti deleža je pomembno ugotoviti stopnjo nadzora in potem temu primerno dodeliti odbitek za nekontrolni delež v primerih prostovoljnih transakcij.

Nekontrolni delež pomeni, da delež, za katerega se ocenjuje vrednost, nima izpolnjenih vseh elementov popolne lastniške kontrole, hkrati pa še vedno lahko predstavlja največjega delničarja ob predpostavki, da je lastništvo razpršeno in da noben posamezni lastnik nima kontrolnega deleža.

Popolno lastniško kontrolo najpogosteje predstavlja 20 pravic, z njihovim zmanjševanjem se zmanjšuje tudi stopnja nadzora (Pratt, 2008, str. 365):

1. Imenovati ali zamenjati operativno vodstvo.
2. Imenovati ali zamenjati člane odbora direktorjev.
3. Določiti plače upravljavcev in bonitet.
4. Predpisati operativno in strateško politiko ter spremeniti potek poslovanja.
5. Pridobiti, zakupiti ali likvidirati poslovna sredstva, vključno s poslopjem, zemljišči in opremo.
6. Izbrati dobavitelje, prodajalce in podizvajalce, torej s kom poslovati in sklepati pogodbe.
7. Izpogajati in izpeljati združitve in prevzeme.
8. Likvidirati, razpustiti, razprodati ali dokapitalizirati podjetje.
9. Prodati ali pridobiti zakladniške delnice.
10. Prijaviti delnice podjetja za prvotno ali sekundarno javno prodajo.
11. Prijaviti dolžniške vrednostne papirje podjetja za prvotno ali sekundarno javno prodajo.
12. Objaviti in plačati dividende v denarju in/ali delnicah.
13. Spremeniti člene v statutu in notranjih predpisih podjetja.
14. Določiti lastno plačo in bonitete ter plače ostalih zaposlenih.
15. Izbrati strateške partnerje ter investicije v skupna vlaganja (joint venture) in partnerske sporazume.
16. Odločiti se o ponudbi proizvodov in/ali storitev ter določiti ceno proizvodom/storitvam.
17. Odločiti se o izboru trga in lokacij, na katere želimo vstopiti in na katerih ne bomo več ponujali svojih proizvodov in/ali storitev.
18. Določiti ciljne kupce.
19. Sklepati licenčne pogodbe in sporazume o intelektualni lastnini.
20. Blokirati katero izmed ali vse izmed zgoraj naštetih aktivnosti.

»Le 100 % lastnik popolnoma obvladuje podjetje, tako da le v tem primeru lahko enačimo vrednost deleža z vrednostjo podjetja (njegovega lastniškega kapitala). V vseh drugih primerih je treba razmisliti o uporabi odbitka za pomanjkanje obvladovanja, če to zahteva dobljena osnovna vrednost« (Praznik, 2004, str. 104). Dobljena osnovna vrednost je odvisna od načina vrednotenja in pri tem uporabljenih predpostavk. Treba je tudi upoštevati raven dobljene vrednosti, ki je bolj podrobno opisana v poglavju o standardu vrednosti.

Na donosu zasnovan pristop

Na donosu zasnovan pristop je utemeljen na dveh predpostavkah.

1. Diskontna stopnja

Višina diskontne stopnje se prilagodi stopnji vrednosti na podlagi sestave kapitala celotnega podjetja, ki se vrednoti. Ob predpostavki vrednosti deleža s pomanjkanjem obvladovanja se privzame, da je sestava kapitala dana in se ne more spreminjati. To tudi pomeni, da je stopnja tveganja dana in se ne more spreminjati. V primeru vrednotenja obvladujočega deleža podjetja pa se predvideva, da se sestava kapitala lahko spremeni, s tem pa posledično tudi stopnja tveganja, kar vpliva na diskontno stopnjo.

2. Projekcija prihodnjih denarnih tokov

Razlika pri predvidenih denarnih tokovih med obvladujočim in neobvladujočim deležem se oceni na podlagi predpostavk, ki so analogne predpostavkam pri diskontni stopnji.

Pomembnejša razlika med obvladujočim in neobvladujočim delom lastništva pri na donosu zasnovanem pristopu v večji meri leži pri ekonomskih projekcijah prihodnjih denarnih tokov. To pomeni, da projekcije denarnih tokov odražajo možnost obvladujočega lastnika po večji realizaciji za obvladujoči delež, kot jo lahko neobvladujoči lastnik realizira v statusu quo (Pratt, 2008, str. 373). Zaradi upoštevanja stopnje kontrole pri izbiri diskontne stopnje in pri projekcijah prihodnjih denarnih tokov je odbitek za nekontrolni delež že vključen v ocenjeno vrednost podjetja oziroma deleža podjetja. Posledično to pomeni, da se na ocenjeno vrednost ne dodaja odbitkov za nekontrolni delež.

Na tržnih primerjavah zasnovan pristop

Pri vrednotenju na podlagi tržnih primerjav imamo dve možni kategoriji primerjave, in sicer primerjavo mnogokratnikov podjetja z drugimi podobnimi podjetji v panogi oziroma primerjavo s kupo-prodajami primerljivih podjetij na trgu.

1. Podjetja, ki kotirajo na borzi, v primerih vrednotenja manjšinskih deležev podjetja že kotirajo po vrednosti za manjšinskega lastnika, tako da odbitki za neobvladujoči delež niso potrebni. V zvezni državi Delaware v ZDA so sodišča sistematično dodajala t.i. premijo za impliciran manjšinski diskont (IMD), o katerem bom več napisal v poglavju 4.5., kjer bom predstavil tudi avtorje, ki se ne strinjajo s tem, da podjetja kotirajo po vrednosti za manjšinskega lastnika.
2. Kategorija vrednosti primerljivih kupo-prodaj ima najverjetneje vrednost, ki je nad pošteno vrednostjo, zaradi sinergijske oziroma strateške vrednosti (glej poglavje o standardu vrednosti). Ocenjevalec vrednosti se v skladu z namenom vrednotenja na koncu odloči o uporabi odbitkov oziroma pribitkov za neobvladujoči delež.

Na sredstvih zasnovan pristop

»Na sredstvih zasnovan način običajno predpostavlja obvladujoče lastništvo. Le obvladujoči lastnik lahko odloča o razprodaji sredstev ob likvidaciji podjetja oziroma o tem, da bo sredstva v poslujočem podjetju najgospodarneje izkoriščal, kar predstavlja dve od temeljnih predpostavk tega načina. Zato se ta način običajno uporablja le za oceno obvladujočih deležev« (Praznik, 2004, str. 102). To pomeni, da ko ocenjevalec vrednosti za namene projekta vrednotenja uporabi predpostavko delujočega podjetja ali predpostavko likvidacijske vrednosti podjetja, dobi vrednost obvladujočega deleža podjetja in uporaba odbitkov metodološko ni ustrezna.

3.3.2. Odbitek za pomanjkanje tržljivosti

Ob predpostavki nespremenjenih okoliščin je lastniški delež v podjetju vreden več, če je enostavno tržljiv oziroma vreden manj, če ni enostavno tržljiv. Razlog je v tem, da imajo lastniki in investitorji raje likvidnost kot nelikvidnost (Pratt, 2008, str. 392).

»Tržljivost opredelimo kot zmožnost takojšnjega konvertiranja lastniškega deleža v denar z minimalnimi transakcijskimi in administrativnimi stroški in z veliko verjetnostjo, da bomo denar od prodaje pridobili v najkrajšem možnem času« (Praznik, 2004, str. 107).

Odbitke za pomanjkanje tržljivosti se zaradi pomanjkanja organiziranega trga v večji meri pripisuje lastniško zaprtim podjetjem. Odbitek za tržljivost naj bi teoretično predstavljal razliko med vrednostjo enote ali celote lastniško zaprtega podjetja in podjetja, ki kotira na borzi. Večina gradiva na to temo se nanaša na trge v ZDA, ki predpostavljajo »najbolj likviden kapitalski trg na svetu«. To pomeni, da bi bilo pri trgu, kot je naš, smiselno govoriti tudi o odbitku na borznem trgu, še posebej za večje »bloke delnic«.

Če ostanemo pri prevladujoči literaturi, Pratt opredeljuje dva odbitka za pomanjkanje tržljivosti. Odbitka se določata glede na delež podjetja, katerega vrednost se ocenjuje. Praznik ju je poimenoval odbitek za pomanjkanje tržljivosti (angl. Discount for Lack of Marketability) v primeru manjšinskega lastnika in odbitek za neunovčljivost (angl. Discount for Illiquidity) v primeru obvladujočega lastnika.

Navedena odbitka je relativno težko oceniti, še posebno odbitek za neunovčljivost, čigar vrednost se določa zelo arbitrarno (več o tem odbitku bom zapisal v nadaljevanju tega poglavja). Pri odbitkih za tržljivost pa osnovo za dejanski izračun odbitkov predstavljajo statistične raziskave.

Odbitek za tržljivost

Osnova za oceno odbitka za pomanjkanje tržljivosti je, kot je zapisano v uvodu tega poglavja, razlika med vrednostjo lastniško zaprtega podjetja in podjetja, ki kotira na borzi. Na podlagi

tega so bile izvedene raziskave, ki jih lahko razdelimo v dve skupini (Praznik, 2004, str. 107), in sicer:

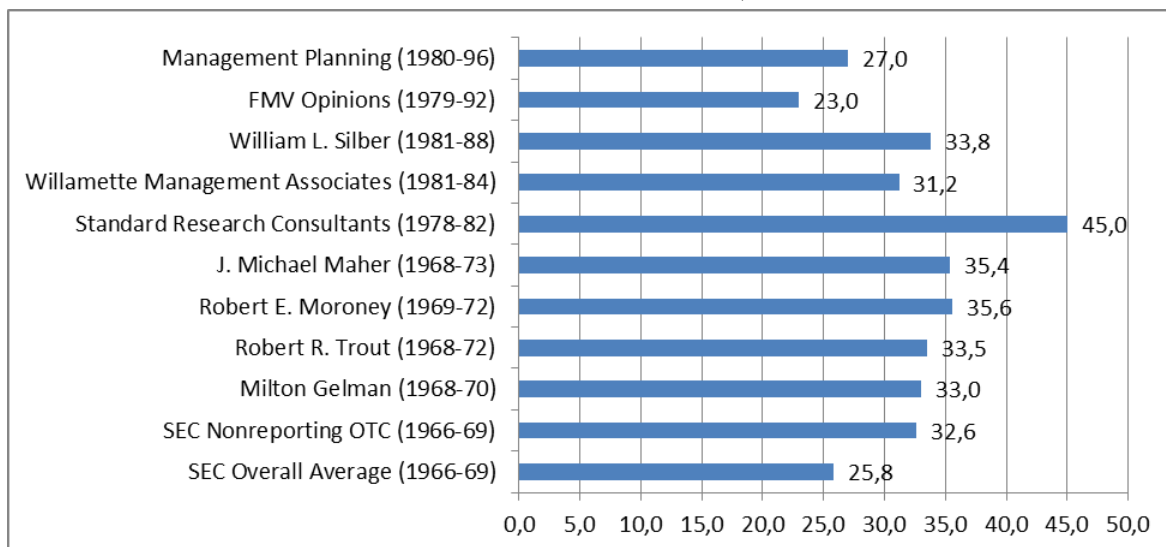
- Raziskave odbitkov za tržljivost na podlagi restriktivnih delnic.
- Raziskave odbitkov za tržljivost na podlagi začetnih javnih ponudb.

»Restriktivnih delnic ni mogoče prodati na borzi, pač pa le v zasebnih transakcijah. Pri teh transakcijah dosežene cene se primerjajo s cenami delnic istega podjetja, ki kotirajo na borzi. Ker se restriktivne delnice od prosto prenosljivih ne razlikujejo glede pravic do dividende, glasovanja in drugih pravic, ki jih imajo imetniki prosto prenosljivih delnic, je razlika v ceni le rezultat pomanjkanja tržljivosti« (Praznik, 2004, str. 107).

Raziskave (Praznik, 2004) restriktivnih delnic so bile prve analitične študije na področju odbitkov za tržljivost. Glavna kritika študij restriktivnih delnic je dejstvo, da restriktivnost instrumentov ni stalna, ampak določena za obdobje 1 do 2 let. Vendar pa ta časovno omejena restriktivnost in njen vpliv na vrednost nista bila zadostno strokovno formulirana.

Naj dodam, da so bile te študije izvedene za trge v ZDA, ki niso neposredno primerljivi s slovenskim trgom, vseeno pa lahko idejo, ki je osnova za te študije posplošimo tudi na slovenski trg. Podobna študija za slovenski trg ne obstaja, zato so slovenski avtorji, kot je Praznik (2004), za namene formalizacije odbitkov uporabili te študije.

Slika 2: Povprečje odbitkov glede na študije o restriktivnih delnicah v odstotkih (angl. Restricted Stock Studies)

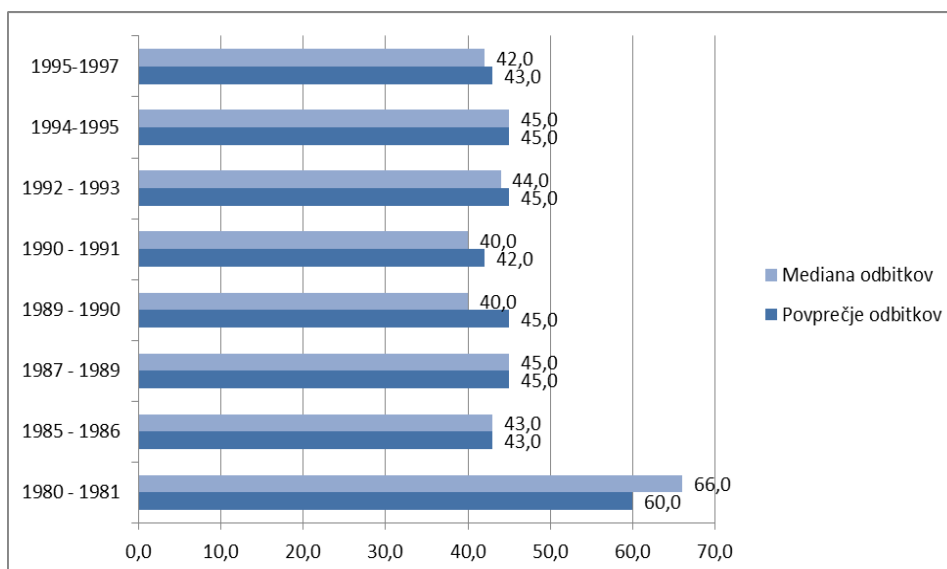


Vir: R.F. Reilly, Handbook of Advanced Business Valuation, 2000, str. 85.

Kot je razvidno iz zgornje slike, so se odbitki za tržljivost v ZDA, v obdobju 1969 do 1996, gibali okoli 32,40 % na osnovno vrednost kapitala.

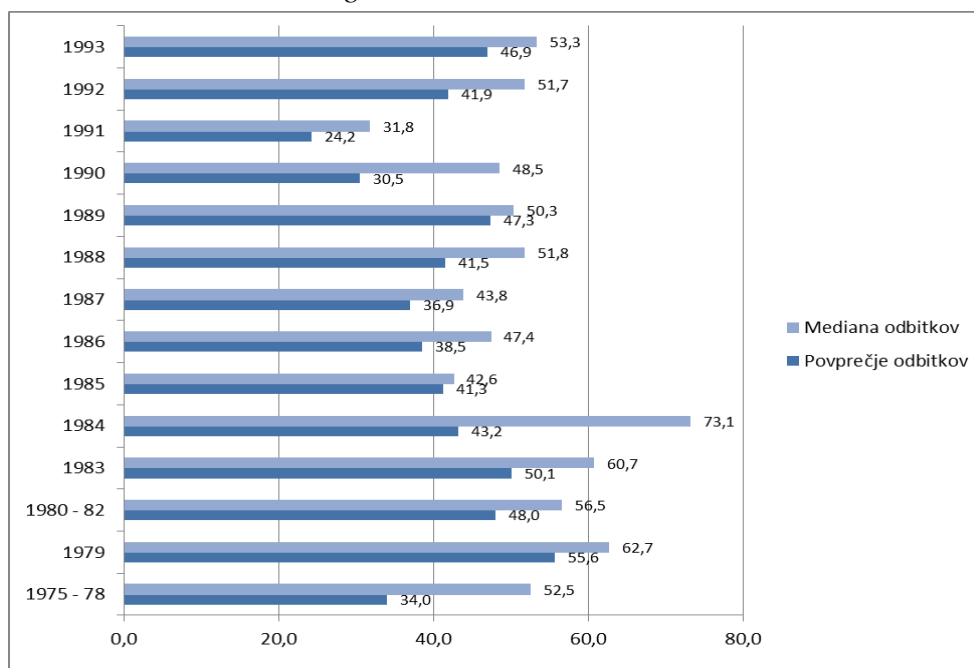
Raziskave začetnih javnih ponudb so se pojavile po letu 1980, ko sta podjetji Robert R. Baird & Associates in Willamete Management Associates začeli sočasno in neodvisno zbirati finančne podatke podjetij, ki so pričela trgovati na borzi. Ideja je enostavna - primerjati vrednosti transakcij, ki so se zgodile v obdobju pred začetkom trgovanja, s cenami, ki so se izoblikovale na trgu po javni ponudbi. Sicer se je metodologija podjetij v določenih točkah razlikovala, vendar je bistvo metodologije pri obeh ostalo enako - primerjava poštenih tržnih vrednosti pred kotacijo s poštenimi tržnimi vrednostmi, ki so se vzpostavile na borzi.

Slika 3: Povprečje in mediana odstotnih odbitkov glede na Baird študije prvih javnih ponudb v odstotkih



Vir: R.F. Reilly, *Handbook of Advanced Business Valuation*, 2000, str. 86.

Slika 4: Povprečje in mediana odstotnih odbitkov glede na študije organizacije Willamette Management Associates v odstotkih



Vir: R.F. Reilly, *Handbook of Advanced Business Valuation*, 2000, str. 87.

Sliki 3 in 4 prikazujeta primerjavo odbitkov, izraženo v odstotkih, za obe študiji, in sicer povprečje 46 % za Baird študijo in 41,4 % za Willamette Management Associates študijo ter mediano odbitkov 46,00 % za Baird študijo in 51,90 % za Willamette Management Associates študijo.

Kot je razvidno iz zgornjih slik, so bili odbitki v raziskavah začetnih javnih ponudb večji kot v primeru restriktivnih delnic. Razliko lahko pojasnimo s časovno omejitvijo restriktivnih delnic, ki pri lastniško zaprtem kapitalu ne obstaja. Lastniško zaprt kapital nima vnaprej določenega obdobja, ko postane popolnoma tržljiv. Popolno tržljivost omogoči le javna ponudba kapitala.

Odbitek za neunovčljivost

Odbitek za neunovčljivost je vsebinsko zelo podoben odbitku za pomanjkanje tržljivosti. Razlika med obema odbitkoma je v tem, kje se odbitek uporabi. Odbitek za tržljivost se uporabi na ravni delničarja oziroma delnega lastnika, odbitek za neunovčljivost pa se uporabi na ravni celotnega podjetja. V nasprotju z odbitkom za pomanjkanje tržljivosti ta nima dobrih tržnih primerjav, posledično je ocena odbitka v veliki meri stvar ocenjevalčeve presoje.

Glede na pomanjkanje empiričnih podlag za oceno tega odbitka se le-tega načeloma ne uporablja pri ocenah manjšinskih deležev podjetja. Z upoštevanjem vsebinske podobnosti obeh odbitkov obstaja možnost, da je odbitek za neunovčljivost že vključen v odbitku za pomanjkanje tržljivosti.

Uporaba tega odbitka je smiselna ob ocenjevanju vrednosti podjetja za raven vrednosti obvladujočega lastnika, kar hkrati predstavlja raven, ki jo želimo oceniti v primerih iztisnitev manjšinskih delničarjev. Kljub temu, da je ocenjena raven vrednosti enaka, pa odbitka za neunovčljivost v primerih iztisnitve manjšinskih delničarjev ni primerno uporabiti, kar v bistvu pomeni, da obvladujoči lastnik za isto raven vrednosti realizira nižjo ocenjeno vrednost.

3.4. Asimetrične informacije

Pri vsakem projektu ocenjevanja vrednosti je treba opredeliti osnovno vrednost, ki jo želimo oceniti, izbrati metodološko najbolj primeren pristop k vrednotenju in vključiti odbitke oziroma premije na dobljeno vrednost z izbranim pristopom vrednotenja v skladu z osnovno vrednostjo, ki jo iščemo. Te osnovne okvirje ocenjevanja vrednosti sem opisal v prejšnjih podpoglavjih 4. poglavja. Za primere iztisnitev manjšinskih delničarjev se načeloma odbitkov oziroma premij na vrednost obvladujočega lastnika ne sme uporabljati. Težava se pojavi pri določitvi vrednosti obvladujočega lastnika, in sicer se pojavi vprašanje, ali ocenjena vrednost dejansko predstavlja realno pošteno vrednost za obvladujočega lastnika ali je le-ta podcenjena zaradi zasebnih informacij obvladujočega lastnika.

V nadaljevanju se bom dotaknil vprašanja asimetričnih informacij, ki je v ekonomiji sicer splošno veljaven koncept, vendar v primerih iztisnitev manjšinskih delničarjev, zaradi možnosti obvladujočega lastnika, da sam določi trenutek iztisnitve, še posebej problematično vprašanje.

V popolnem svetu bi imela kupec in prodajalec popolne in enake informacije, vendar v resnici to ni tako, zato se je v ekonomiji razvil koncept asimetričnih informacij v strategijah teorije iger. Primer iztisnitve manjšinskih delničarjev s strani obvladujočega lastnika je primer dveh igralcev, ki zasledujeta vsak svojo strategijo. Predpostavil bom, da sta obvladujoči lastnik in agent podjetja ista entiteta. Manjšinski delničarji imajo na voljo javne informacije v trenutku iztisnitve, obvladujoči lastnik pa ima dostop do t.i. zasebnih informacij. Zasebne informacije so lahko informacije o prihodnjem poslovanju podjetja ali informacije o predvidenih prihodnjih gibanjih na trgu.

Pravica do iztisnitve je v bistvu nakupna možnost (angl. call option) manjšinskega deleža za nedoločen čas, pri čemer določa ceno nosilec opcije (Goshen & Wiener, 2003, str. 2). Vrednost zasebne informacije je razlika med tržno vrednostjo in notranjo vrednostjo obvladujočega lastnika, zato obvladujoči lastnik uporabi institut iztisnitve samo v primeru, ko je vrednost zasebne informacije najmanj enaka nič. Večja kot je vrednost zasebne informacije, večji so profiti obvladujočega lastnika.

3.4.1. Učinek limon (Lemmon effect)

Na velikem številu trgov kupci uporabljajo neke vrste statistično oceno kakovosti načrtovanih nakupov. V tem primeru obstaja spodbuda, da prodajalci tržijo blago nižje kakovosti, saj donosi za blago dobre kakovosti pripadejo celotni skupini izdelkov. Posledično se zmanjša povprečna kakovost izdelkov in tudi velikost trga (Akerlof, 1970, str. 3), čemur rečemo učinek limon.

Če predpostavimo, da se kupci vedno obnašajo racionalno in da se zaradi učinka limon povprečna kakovost proizvodov na trgu niža, ugotovimo, da se bo znižala tudi cena proizvoda na trgu. Kupci bodo zniževali ceno, vse dokler ta ne bo dosegla najnižje točke, in sicer pri vrednosti proizvodov slabe kakovosti. To pomeni, da prodajalcem, ki bi želeli prodati proizvod višje kakovosti, na trgu ne bo uspelo pridobiti primerne premije za svoje blago, in zato posledično ne bodo nastopili na trgu.

Cena deleža nekega podjetja se ne postavi v točno določeni preverljivi točki, temveč predstavlja razpon vrednosti med najnižjo in najvišjo ceno, kamor spada tudi poštena vrednost deleža podjetja. Poštena vrednost ni znana na podlagi javnih informacij, znan je samo razpon pričakovanih vrednosti, ki se odraža v ceni. Ob iztisnitvi manjšinskih delničarjev se domneva, da je poštena vrednost višja od cene na trgu, saj v nasprotnem primeru obvladujoči lastnik ne bi uporabil instituta iztisnitve. Racionalni investitor bo to domnevo upošteval in svojo ceno,

ki jo je pripravljen plačati za določen delež, zmanjšal za tveganje iztisnitve pod pošteno vrednostjo. Vzpostavila se bo nova tržna cena, ki se bo ponovno zmanjšala s tveganjem iztisnitve pod pošteno vrednostjo. Ta proces se bo ponavljal, dokler ne bo tržna cena pristala na najnižji vrednosti razpona cen. To sosledje cen je znano kot učinek limon in pomeni, da bodo manjšinski delničarji ob upoštevanju tržnih cen vedno dobili najnižjo možno ceno za njihov delež v podjetju. (Goshen & Wiener, 2003; Bebchuck & Kahan, 1999)

3.4.2. Učinek limon na vrednost manjšinskih deležev v podjetju

Ob iztisnitvi so manjšinski delničarji v podjetju upravičeni do svojega pro rata dela celotnega podjetja. V strokovni literaturi se že nekaj časa odvija razprava o tem, ali so tržne cene dober in pravičen pokazatelj poštene vrednosti. Konkretno govorimo samo o tržnih cenah podjetij, ki kotirajo na nekem organiziranem trgu, saj so lastniško zaprta podjetja oziroma podjetja, za katera organiziranega trga ni na voljo, izpostavljena povsem drugim tržnim zakonitostim in njihova cena pogosto ni pokazatelj vseh javno znanih informacij. V preteklosti je bilo splošno mnenje stroke ocenjevalcev vrednosti, da tržne cene niso dober pokazatelj poštene vrednosti. Predpostavljali so, da cena ob borzni kotaciji upošteva vse informacije pomembne za ceno, vključno z odbitkom za manjšinski delež. Trenutno pa se pojavlja vse več literature, v kateri se cene na borzi pojavljajo kot tiste, ki naj bi bile najpravičnejše in najpravičnejše (Hermalin & Schwartz, 1996; Bebchuck & Kahan, 1999; Goshen & Wiener, 2003; Matthews, 2008; Pratt, 2008).

Manjšinski delničarji bi morali dobiti vrednost, ki naj bi jo imel njihov delež pred iztisnitvijo. Pravilo se najbolje izvaja v velikih podjetjih z dodelitvijo tržne vrednosti manjšinskega deleža pred iztisnitvijo (Hermalin & Schwartz, 1996, str. 351). Tržna vrednost manjšinskega deleža je v tem primeru vrednost brez pribitkov in brez diskontov na tržno vrednost.

Avtorja Hermalin in Schwartz (1996, str. 362-363) ugotavljata, da tržna cena pravilno odraža vrednost manjšinskega deleža. Obvladujoči lastnik nima nobene spodbude za umetno zniževanje tržne cene podjetja, saj kot večinski lastnik nosi večji del stroškov takega znižanja. Prav tako avtorja ugotavljata, da manjšinski delničarji kot racionalni investitorji v podjetje ne bi vložili svojih sredstev, če jim zakonodaja oziroma podjetje ob iztisnitvi ne bi zagotovilo primerne donosa ob upoštevanju tveganja.

Bebchuck in Kahan (1999, str. 4) dodajata k trditvam Hermalina in Schwartz, da v analizi nista zadostno upoštevala vrednosti zasebnih informacij obvladujočega lastnika in sposobnosti boljše napovedi prihodnjih gibanj vrednosti podjetja ter da zaradi tega tržna cena pred iztisnitvijo ni dober pokazatelj poštene vrednosti.

Razlog za razliko med tržno ceno in pošteno vrednostjo manjšinskega deleža je v možnosti obvladujočega delničarja, da izvede iztisnitev, kar ustvari situacijo negativnega izbora in posledično zmanjša tržno ceno. Zaradi negativnega izbora se bodo vse iztisnitve izvedle le, ko se bo ocenjena vrednost podjetja, po kateri lahko obvladujoči lastnik iztisne manjšinskega

delničarja, postavila na najnižjo točko razpona vrednosti (Bebchuck & Kahan, 1999, str. 4). Prav tako ima spodbudo, da podjetje investira v projekte, ki lahko (a) imajo veliko možnost propada in (b) priskrbijo obvladujočemu lastniku zasebne informacije, ali bodo projekti propadli (Bebchuck & Kahan, 1999, str. 12).

Drugačen pristop pa sta uporabila Goshen in Wiener (2003), ki sta se lotila ocenjevanja vrednosti zasebnih informacij s pomočjo modelov za vrednotenje opcij. Ugotovila sta, da je vrednost zasebnih informacij v večini primerov nizka in zato ne vpliva bistveno na odločitve obvladujočih lastnikov v primeru iztisnitve. Prišla sta tudi do sklepa, da se vrednost zasebnih informacij veča z daljšanjem časovnega obdobja informacije, se pravi, s sposobnostjo obvladujočega lastnika, da vidi dlje v prihodnost. Ugotavljata, da imajo boljše možnost napovedi podjetja v visoko tehnoloških panogah in da je pri njih vrednost zasebne informacije največja. Prišla sta tudi do zaključka, da se učinek limon pojavi samo v primeru, ko se kot osnova cenitev uporabljajo tržne cene, in da se učinek ne pojavi, ko se za cenitev uporabijo drugi načini, ki ne temeljijo na tržni ceni.

Na učinkovitem trgu tržne cene odražajo pošteno vrednost, vendar samo zato, ker se sodišča v veliki meri dosledno in sistematično **ne** zanašajo na tržne cene. Z drugimi besedami, bolj kot bodo sodišča uporabljala tržno ceno pri vrednotenjih na dosleden in predvidljiv način, bolj se bo to odražalo v znižanju tržnih cen in obratno (Goshen & Wiener, 2003, str. 7).

V Sloveniji sodna praksa vrednotenja manjšinskih deležev še ni popolnoma izoblikovana, vendar se mi zgornja ugotovitev kljub temu zdi pomembno svarilo pred pretiranim oziroma sistematičnim zanašanjem na pristope tržnih primerjav, ki vodijo v podcenjenost podjetij in posledično v podcenjenost vrednosti manjšinskih delničarjev.

Učinek limon je možna razlaga za sledeči pojav na slovenskem trgu, in sicer Praznik (2004, str. 104) ugotavlja, da se v slovenski in tudi svetovni praksi ocenjevanja podjetij finančne holdinge ocenjuje izključno z na sredstvih zasnovanim načinom, kar praktično pomeni: na osnovi tržnih cen. Pri pregledu tečajnice kotirajočih investicijskih kuponov in tečajnice kotirajočih delnic investicijskih družb na spletni strani LJSE (Ljubljanska borza) vidimo, da le-te sistematično kotirajo s ceno, ki je nižja od vrednosti enote premoženja (v nadaljevanju: VEP) odnosno čiste vrednosti sredstev (v nadaljevanju: ČVS). Ljubljanska borza za te vrednostne papirje izračunava t.i. tržni diskont, v nobeni literaturi pa nisem zasledil informacije ali razlage, od kod ta diskont izhaja. Za pojasnitev pojava bi bila potrebna skrbna analiza, vendar investicijske družbe ustrezajo vsem navedenim parametrom za pojav učinka limon. Investicijske družbe v veliki večini izvajajo svoje analize na podlagi tržnih primerjav. V okviru finančnih naložb večinoma poslujejo z manjšinskimi deleži podjetij, kar pomeni, da se tržna cena investicijske družbe postavi na najnižjo vrednost razpona cen. V portfelju finančnih holdingov se pojavljajo tudi posojila in naložbene nepremičnine, vrednost katerih se prav tako ocenjuje na podlagi tržnih primerjav, kar pomeni, da tudi ta izpolnjujejo pogoje za pojav učinka limon.

3.5. Praksa ZDA

Predpostavke vrednotenja

»V ZDA je v sodnih sporih med delničarji (pri čemer gre največkrat ravno za primere iztisnitve manjšinskih delničarjev in za primere statusnega preoblikovanja) kot podlaga ocenjevanja vrednosti splošno sprejeta uporaba poštene vrednosti. Poštena vrednost se uporablja v vseh zveznih državah z izjemo Kansasa pri določitvi vrednosti manjšinskega deleža pri transakcijah, ki so povezane z uveljavljanem pravic manjšinskih delničarjev, njen namen pa je v varovanju interesov manjšinskih delničarjev« (Cankar, 2009, str. 35).

Vsaka zvezna država ima tudi svojo zakonodajo in svoje precedense na tem področju. Zvezna država Delaware je tista, v kateri je registriranih največ podjetij in ima hkrati tudi najbolj razdelano sodno prakso. Zato se večina zveznih držav, še posebej tistih z bolj skopo sodno prakso na tem področju, zgleduje po državi Delaware.

Večina zveznih držav uporablja princip celovite poštenosti⁵, ki se deli na (i) pošteno denarno odpravnino in (ii) poštenost postopka.

(i) Poštena denarna odpravnina zajema preveritev poštene odpravnine glede na delež, ki se ga malemu delničarju odvzema, in preveritev relativne poštenosti denarne odpravnine. Mali delničar ne sme biti oškodovan oziroma ne sme pridobiti nesorazmerno nizkega deleža glede na delež večinskega lastnika.

(ii) Poštenost postopka zajema pregled neodvisnosti vseh vpletenih ocenjevalcev in pravnih svetovalcev ter njihovo usposobljenost in temeljitost pri zadanih nalogah.

Celovita poštenost se potrdi ali ovrže s pomočjo mnenja poštenosti⁶.

Mnenje poštenosti pripravi podjetje za finančno svetovanje, ki ima na tem področju potrebna kvalificirana znanja (v veliki večini je to podjetje investicijskega bančništva ali podjetje, ki se ukvarja izključno z vrednotenjem podjetij), ki potrdi, ali je transakcija poštena (Reilly, 1999, str. 310).

Naročnik mnenja poštenosti je lahko (i) uprava podjetja ali (ii) t.i. neodvisni odbor direktorjev, ki v primerih iztisnitve predstavlja interese manjšinskih delničarjev. Namen mnenja je v obeh primerih enak, in sicer zagotovitev izvedenskega nepristranskega mnenja o nameravani transakciji.

⁵ angl. Entire Fairness

⁶ angl. Fairness opinion

V primeru, da se manjšinski in večinski lastnik ne moreta izvensodno dogovoriti o višini denarne odpravnine, se odločitev prenese na sodišče. Manjšinski in večinski delničar predstavita svoje cenilce in njihove ocene vrednosti podjetja ter vrednosti deleža podjetja. Sodišče v tem postopku odloča o celoviti poštenosti.

Koncept »celovite poštenosti« vključuje tako postopkovno poštenost kot tudi primernost denarne odpravnine. V primeru, da test celovite poštenosti ni izpolnjen, tožnikova denarna odpravnina lahko močno presega enostavno pravico do poštene vrednosti za manjšinskega delničarja (Pratt, 2008, str. 802).

Če je večinskemu lastniku dokazano, da je kršil pogoje celovite poštenosti, mu isto sodišče lahko naloži dodatno plačilo nad pošteno vrednostjo na dan iztisnitve, vendar je breme dokazovanja na strani tožnika oziroma malega delničarja. Če mali delničar ne dokaže, da je večinski delničar ravnal v nasprotju z zakonom oziroma celovito poštenostjo, sodišče odloča le o pošteni vrednosti.

Kot že omenjeno, se sodišču predstavi mnenje in uporabljene predpostavke obeh izvedencev ocenjevalske stroke, nato se na podlagi teh mnenj in predpostavk odloči o pošteni vrednosti.

Kot je razvidno iz sledečega Prattovega (2008) citata sodnika v primeru Gilbert v. MPM Enterprises, je objektivnost ocenjevalcev, ki se pojavljajo na sodiščih, šibka. Zato imajo sodišča možnost uporabe zunanje presoje oziroma uporabe svojega neodvisnega ocenjevalca vrednosti.

»Lahko bi pričakovali, da bo strokovnjak izdelal oceno z ozkim razponom vrednosti, jasno in jedrnato predstavljeno, ne glede na očitno nasprotujoče si interese obeh strank, z namenom, da bi prepričal sodišče o smiselnosti in verodostojnosti svojih predpostavk ter finančnih modelov. Na žalost večina primerov, ki so se pojavili pred tem sodiščem, jasno prikazuje, da ne smemo dati prevelike vere v to pričakovanje objektivnosti in strokovnosti ocenjevalcev vrednosti.« (Pratt, 2008, str. 813).

Metode vrednotenja

Metodologija vrednotenja podjetij za namene iztisnitve manjšinskih delničarjev oziroma za poravnavo drugih sporov delničarjev na sodišču je vse do leta 1983 ostajala bolj ali manj nespremenjena. Uveljavila se je t.i. Delaware Blok metoda (angl. Delaware Block Method), ki se je v veliki meri uporabljala tudi na drugih sodiščih, ki so imela drugačno zakonodajo, znotraj ZDA (Reilly, 1999, str. 306).

Delaware Block metoda je metoda, ki predstavlja ponderirano povprečje izračunov na podlagi (i) diskontiranega toka donosov (v tem času se še niso uporabljale metode, ki bi uporabljale projekcije denarnega toka, temveč so uporabljali pretekle prihodke, ki so bili uglavničeni z

uporabo multiplikatorja P/E⁷ podobnih podjetij, ki kotirajo na borzi), (ii) tržne vrednosti (tržna vrednost delnic podjetja) ter (iii) neto aktive (tržna vrednost sredstev podjetja ob predpostavki delujočega podjetja) (Reilly, 1999, str. 314).

Reilly ugotavlja, da je pomanjkljivost Delaware Blok metode v tem, da v vsakem primeru podceni pošteno vrednost. Izračun se ne bi smel osredotočiti na mešanje treh pristopov, ampak na najvišjega od njih. Na primer, če imamo srebrni dolar, ki je vreden \$1 kot valuta, \$5 kot kovina in \$10 za zbiralca, je le-ta vreden \$10 (Reilly, 1999, str. 314).

Leta 1983 je v sodnem procesu Weinberger proti UOP sodišče v Delawaru odločilo, da Delaware Blok metoda ni več izključna metoda za ocenjevanje vrednosti. Predpostavka, da je treba upoštevati vse relevantne dejavnike pri oceni vrednosti, je omejena, tako so dovoljene oziroma sprejemljive vse metode, splošno sprejete v stroki ocenjevalcev vrednosti, zaželeno pa metode ocenjevanja vrednosti na podlagi projekcij prihodnjih denarnih tokov, če je to mogoče.

Odločitev v primeru Weinberger proti UOP je spremenila sestavo podatkov, uporabljenih v ocenah poštene vrednosti. Pred letom 1983 so bili uporabljeni podatki vzeti izključno iz preteklosti. Kasneje pa se je širila uporaba prihodnjih projekcij denarnih tokov. Chen (2009) je v svojem članku zbral seznam vseh sodnih procesov med letoma 1948 in 2008, ki so na voljo v podatkovni bazi Lexis-Nexis. Za vsak proces je navedel, ali so uporabili metodo ocenjevanja vrednosti na podlagi zgodovinskih podatkov ali na podlagi projekcij denarnih tokov. Ugotovil je, da so se med letoma 2002 in 2008 skoraj izključno uporabljale projekcije prihodnjih denarnih tokov, kar predstavlja tudi prvo izbiro sodnikov v postopkih. V omenjenem obdobju je sodišče obravnavalo 31 postopkov, samo v 3 primerih so uporabili podatke iz preteklosti.

Uporaba diskontov in premij

ZDA nima splošnih predpisov glede uporabe diskontov ali premij v primerih iztisnitve manjšinskih delničarjev. V različnih zveznih državah se uporabljajo različne predpostavke.

V Delawaru in tudi v nekaterih drugih zveznih državah velja, da v primerih iztisnitve manjšinskih delničarjev uporaba diskontov in premij ni primerna. Sodišča se v večini primerov te prakse držijo v primerih odbitkov, pojavijo pa se določene izjeme v primerih uporabe premij (Matthews, 2008).

Sodišče uporablja premije v dveh primerih, in sicer v (i) ocenjevanju vrednosti odvisnih podjetij ter pri (ii) ocenjevanju vrednosti na podlagi metode primerljivih kotirajočih podjetij.

⁷ Price/Earnings=Cena delnice/dobiček na delnico

Premija pri ocenjevanju vrednosti na podlagi metode primerljivih kotirajočih podjetij je bolj tehnične narave in izhaja iz ocene sodišča, da so tržne cene znižane za impliciran manjšinski diskont (v nadaljevanju »IMD«), kar bom opisal v naslednjem poglavju.

Sodišče je v primeru Rapid-American proti Harris odločilo, da je treba vrednost ocenjevanih odvisnih podjetij povečati za premijo za obvladujočega lastnika. Ocenjevano podjetje je bilo lastnik treh odvisnih podjetij, vrednost katerih, povečanih za premijo za obvladujočega lastnika, naj bi sestavljala vrednost matičnega podjetja. Sodišče je svojo odločitev pojasnilo z navedbo, da bi se matično podjetje v primeru neuporabe pribitka obravnavalo kot manjšinski lastnik. S tem pa bi se posledično oškodovalo manjšinske delničarje matičnega podjetja, ki so upravičeni do pro rata deleža podjetja.

Ta odločitev sodišča privede do anomalije, znotraj katere je poslovanje, vodeno preko odvisnega podjetja, upravičeno do premije za kontrolo, medtem ko identično poslovanje, vodeno preko oddelka v matičnem podjetju, ni upravičeno do te premije (Reilly, 1999, str. 314). Načeloma to pomeni, da bi lahko imela sredstva z enako vrednostjo različno ocenjeno vrednost le zaradi organizacijske strukture podjetja.

Ugotovitev predstavlja problem kakršnekoli uporabe diskontov oziroma premij, saj je njihova vrednost skoraj vedno določena arbitrarno na podlagi posameznega primera, in skoraj nikoli ne predstavlja igre ničelne vsote, kar pomeni, da izkrivlja pošteno vrednost.

Premija za impliciran manjšinski diskont (Implicit Minority Discount Premium)

Vrhovno sodišče v Delawaru je odločilo, da so manjšinski delničarji upravičeni do pro rata deleža podjetja in da tržne cene delnic podjetja odražajo IMD od njihove pro rata vrednosti. Z namenom zagotovitve primerne denarne kompenzacije manjšinskim delničarjem sodišča v Delawaru dodajajo »premijo za kontrolo« tržnim vrednostim podjetja (Carney & Heimendinger, 2003, str. 3).

Pri vrednotenju deleža podjetja je pomembna pravilna izbira vrste vrednosti in vseh dejavnikov, ki vplivajo na njegovo vrednost. IMD je zadnja leta tema komentarjev in kritik sodišča v Delawaru prav zaradi nejasnosti pri izboru ravni vrednosti, ki pripada manjšinskim delničarjem, in razprav o ustreznosti uporabe tržnih cen oziroma tržnih primerjav za izračun vrednosti podjetja.

Mnenje sodišča je, da cene na borzi kotirajo na ravni manjšinskih deležev in so zmanjšane za odbitek za manjšinskega lastnika. Zato se je vrednosti podjetja, dobljeni na podlagi tržnih primerjav, konsistentno dodajal pribitek za kontrolo. Problem se je pojavil pri oceni pribitka za kontrolo oziroma pri vprašanju, kakšen je dejanski manjšinski odbitek glede na vrednost delujočega podjetja. S pričevanji strokovnjakov so prišli do dognanja, da je pravilna vrednost kotirajočega podjetja, povečana za povprečje prevzemnih premij v industriji, arbitrarno zmanjšana za vrednost sinergij.

Ker je večina prevzemov kotirajočih podjetij po cenah delnic nad predhodno tržno vrednostjo delnic, sodišče napačno sklepa, da delnice vseh kotirajočih podjetij trgujejo s ceno pod vrednostjo kontrolnega deleža (Matthews, 2008, str. 108).

Sodišča v ZDA pri vrednotenju manjšinskih deležev upoštevajo načelo operativne resničnosti (operative reality), kar pomeni, da se določa vrednost delujočega podjetja kot je danes in ne kot bi lahko bilo danes ob boljšem vodenju. Vrednost podjetja, ki bi jo podjetje imelo ob boljšem vodenju, pripada pribitku vrednosti za finančno kontrolo, do katere pa manjšinski delničarji po načelu operativne resničnosti niso več upravičeni.

Pribitki za kontrolo se zgodijo samo pri transakcijah, kjer se zgodi prenos nadzora, ki je pripisan dobičkom iz delovanja. Pribitki se pojavljajo zgolj zato, ker kupec verjame, da transakcija nudi priložnosti za ustvarjanje nove vrednosti, ki predhodno ni obstajala v podjetju (Carney & Heimendinger, 2003, str. 15).

Za nadaljnjo razpravo tega problema se je treba vrniti na poglavje Vrste vrednosti in ugotoviti, do katere vrste vrednosti so manjšinski delničarji sploh upravičeni.

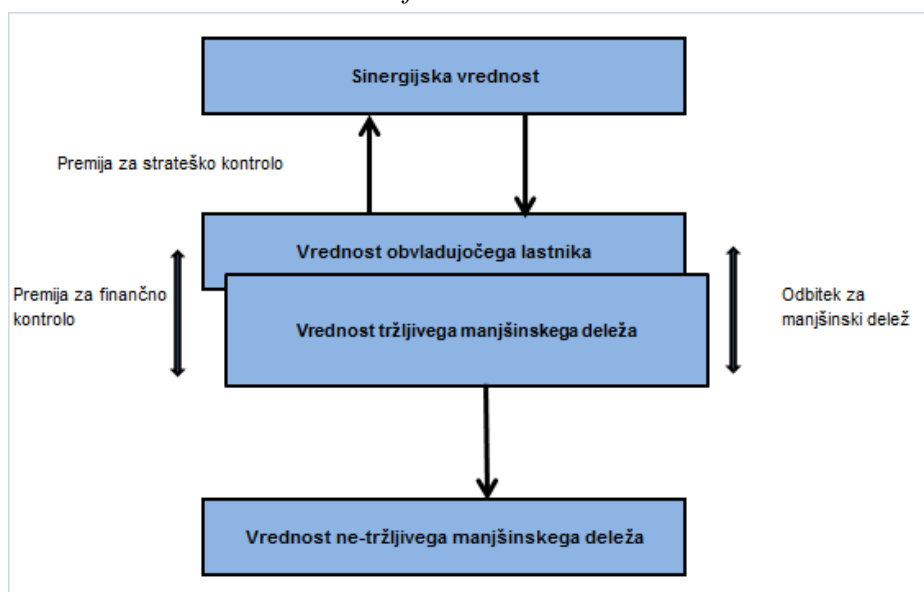
Če privzamem stališče, da se pribitek za kontrolo pojavi samo ob prenosu nadzora, se poraja vprašanje, kakšen vpliv ima to na vrednost ob iztisnitvi manjšinskih lastnikov pri obstoječem lastniku. Sinergijske vrednosti za obstoječega lastnika ni, oziroma jo je nemogoče izmeriti, prav tako ni dodane vrednosti iz naslova vrednosti finančne kontrole. Naslednja raven je raven tržljivega manjšinskega deleža, ki pripada tako manjšinskemu kot obvladujočemu lastniku. Seveda pa ne moremo popolnoma izničiti vrednosti, tj. možnosti preusmeritve denarnih tokov s strani obvladujočega lastnika, vendar je ta ob dobro pravno in praktično urejenem nadzoru v ZDA majhna.

Uporaba pribitka za kontrolo pri iztisnitvi vključuje špekulacije o vrednosti, ki bi lahko nastala s hipotetično združitvijo, katere koristi in razporeditve niso znane ter zato ne morejo biti upoštevane (Carney & Heimendinger, 2003, str. 29).

Pribitki za kontrolo se uporabljajo izključno v primerih izračuna vrednosti podjetja z uporabo metod primerljivih podjetij, saj vrednosti dobljene z metodami prihodnjih donosov že vključujejo vse elemente vrednosti.

Vprašanje, ki se ob tem pojavi je, katera je torej prava raven vrednosti v primeru iztisnitve manjšinskih delničarjev? Kot posledica se je pojavila shema modificiranih ravni vrednosti.

Slika 5: Modificirane ravni vrednosti



Vir: E.G. Matthews, *Misuse of Control Premiums in Delaware Appraisals*, 2008, str. 116.

Kot je razvidno iz zgornje slike, se razpona cen tržljivega manjšinskega dela in raven vrednosti finančne kontrole oziroma obvladujočega lastnika prekrivata. To pomeni, da je pri vsakem primeru treba posebej oceniti, ali obstajajo razlogi za uporabo premije za impliciran manjšinski diskont (IMD) ali ne.

Matthews predlaga naslednje: » Občasna tržna neučinkovitost pripelje do pojava IMD-jev. Pri preverjanju, ali so IMD-ji prisotni, je ključni dejavnik, ki ga je treba upoštevati, povezava med tržnimi in transakcijskimi mnogokratniki. IMD, če obstaja, je možno oceniti s primerjavo povprečnega mnogokratnika primerljivih podjetij s povprečnim mnogokratnikom primerljivih kupo-prodaj podjetij« (Matthews, 2008, str. 117). Avtor dejansko govori o tem, da obstaja možnost, da so tržne cene znižane, vendar ne zaradi možnosti iztisnitve, temveč le zaradi možnega pojava neučinkovitega trga. Zato ugotavlja, da je treba oceno na podlagi povprečnega mnogokratnika primerljivih podjetij primerjati s povprečnim mnogokratnikom primerljivih kupo-prodaj podjetij, in sicer ob prilagoditvi za premijo za strateško kontrolo in premijo za finančno kontrolo, kjer je to potrebno.

Problem, ki se pojavi ob taki analizi, za trg kot je slovenski, je njegova majhnost in možne težave pri uporabi primernih primerljivih podjetij. Najbolj elegantna rešitev je čim manjše zanašanje na metode primerljivih podjetij in čim večja uporaba strokovno najbolj primernih metod diskontiranih donosov, če je to le možno.

Če uporaba drugih metod vrednotenja ni smiselna, je treba točno določiti, katero raven vrednosti želimo določiti, treba je tudi točno določiti sestavo pribitka za kontrolo, v smislu, ali dejansko daje neko dodano vrednost obvladujočemu delničarju, do katere manjšinski delničar nima dostopa, in na koncu čim bolj smiselno oceniti, ali so tržne cene v panogi sistematično podcenjene.

3.6. Praksa v Nemčiji

Trg iztisnitev

Nemčija je uvedla institut iztisnitve v svojem Zakonu o delniških družbah (Aktg; Aktiengesetz) leta 2002. Institut je bil zelo dobrodošel, saj Croci ugotavlja, da ga je med letoma 2002 in 2008 uporabilo 261 kotirajočih podjetij, in sicer kar 100 v prvem letu. Skupna tržna vrednost vseh iztisnjenih deležev pa naj bi en teden pred najavo znašala 7,2 milijarde €.

Iztisnitev se začne z odločitvijo obvladujočega lastnika, da bo iztisnil manjšinske delničarje. Izpelje se postopek vrednotenja podjetja in najava namere pri deželnem sodišču (nemško: Landesgericht), nato se skliče skupščina delničarjev, na kateri z večino potrdijo iztisnitev. Glede na to, da potrebuje obvladujoči lastnik 95 % kapitala za začetek iztisnitve, je potrditev na skupščini zgolj formalnost. Postopek se zaključi z vpisom prenosa lastništva v komercialni register. Bolj podrobno je postopek razčlenjen postopek v Prilogi 1.

Manjšinski delničarji imajo v tem postopku dve možnosti pritožbe na iztisnitev. (i) Prva možnost je sodna ocena primerne denarne odpravnine (nemško: Spruchstellenverfahren). Postopek se prične po vpisu prenosa delnic v komercialni register in vpisa ne zadrži. Izhodišni datum vrednotenja je datum skupščine delničarjev, podatki, ki se pri vrednotenju uporabijo, pa se nanašajo na obdobje do datuma skupščine delničarjev. (ii) Druga možnost je ocena poštenosti postopka (nemško: Anfechtungsklage). »Razlogi za oceno poštenosti postopka bi lahko bili tudi nedoseganje 95 % pragu s strani glavnega delničarja, napake v zahtevi glavnega delničarja za sprejem sklepa o izključitvi itd.« (Pisk, 2008, str. 23). Ta postopek se začne pred vpisom prenosa delnic v komercialni register in zadrži prenos lastništva. Kljub temu, da je namen ocene poštenosti postopka sodna preveritev zakonske ustreznosti postopkov iztisnitve, se je velik delež malih delničarjev odločal zanj z namenom pridobitve višje odpravnine (Croci, 2009).

Analiza, ki so jo izvedli na Nemškem delniškem inštitutu (DAI – Deutsche Aktzien Institut), je pokazala da je bilo več kot 80 % postopkov, objavljenih do novembra 2005, zaključenih s poravnavo. V skoraj vseh primerih, je bila poravnava dosežena s povečanimi denarnimi odpravninami (Croci, 2009, str. 8).

Skozi čas se je v Nemčiji razvila kultura, kjer se številni profesionalni manjšinski delničarji (pogosto s portfeljem ene same delnice v skoraj vseh nemških podjetjih, ki kotirajo na borzi) sistematično udeležujejo skupščin delničarjev. Cilj t.i. »turizma« na skupščini delničarjev je nasprotovanje sklepom, s čimer želijo izpogajati ugodne pakete odpravnin s strani podjetij v zameno za opustitev tožb ali umik ugovorov (Günther, 2005, str. 17).

Zgornjo trditev potrjuje tudi Croci: »Študija nemškega delniškega inštituta je pokazala, da se je delež nasprotovanih iztisnitev stalno povečeval, od 20 % v letu 2002 na 96,1 % v letu

2006. Trenutno je prenos lastništva v poslovnem registru, kateremu se ne nasprotuje, prej izjema kot pravilo.« (Crocì, 2009, str. 8).

Slika 6: Iztisnitve in poravnalni ter izpodbojni postopki po letih

Leto	Iztisnitve	Postopek ocene primerne denarne odpravnine	Ocena poštenosti postopka
2002	100	35	1
2003	47	13	9
2004	27	11	11
2005	25	5	21
2006	24	3	19
2007	20	0	6
2008	13	0	3
Ni podatka o letu	5	5	0
Skupaj	261	72	70

Vir: E. Croci et al, *Minority Squeeze-out regulation in Germany-Efficiency, Fairness and Economic Consequences*, 2009, str. 22

Kot je razvidno iz zgornje slike, so se manjšinski delničarji na začetku posluževali instituta ocene pravične odpravnine, kasneje pa so se osredotočali na oceno poštenosti postopka. Glavni razlog za to vidim v času, ki je potreben za izpeljavo postopka. Croci ugotavlja, da je povprečen čas postopka za oceno odpravnine kar 34,3 meseca, medtem ko je čas potreben za izpeljavo ocene poštenosti postopka 8,2 meseca. Če predpostavimo, da so mali delničarji v veliki meri »profesionalni« investitorji, izgube iz naslova reinvestiranja zagotovo niso majhne. Kot primerjavo naj navedem oceno Stevelman (2009, str. 20), ki pravi, da v povprečju postopek za oceno odpravnine v ZDA traja 4 leta.

Nemški mali delničarji se razlikujejo od slovenskih v svojem profesionalizmu. Slovenija ima zaradi načina privatizacije veliko število malih delničarjev, ki niso dobro poučeni o svojih možnostih in pravicah, zato se je predvsem v preteklosti dogajalo (in se še vedno dogaja), da so bili iztisnjeni pod pošteno ceno. Vendar pa se tudi pri nas to spreminja in organiziranost malih delničarjev se izboljšuje.

V zgornji tabeli (Slika 6) vidimo, da se je po letu 2006 število iztisnitev, ki so jim mali delničarji nasprotovali, drastično zmanjšalo. Razloge za to je treba poiskati v uvedbi zakona UMAG (nem: Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts). UMAG je bil sprejet z namenom posodobitve nekaterih delov nemškega Zakona o gospodarskih družbah (AktG). Bistvene spremembe, ki jih je uvedel v povezavi z iztisnitvami manjšinskih delničarjev, so bili spremenjeni pogoji za uveljavljanje ocene poštenosti postopka (nem: Anfechtungsklage). Izrecno je bilo določeno, da postopki, v katerih glavni delničar ni zagotovil zadostnih informacij v povezavi z izračunom primerne denarne odpravnine, niso primerni za postopke ocene poštenosti postopka, temveč sodijo v okvir ocene primerne denarne odpravnine. V izogib »turizma skupščin delničarjev« je bil tudi uveden člen, s katerim osebe, ki so pridobile vrednostne papirje po dnevu skupščine oziroma v obdobju pred tem, s čimer pa jim je bila tudi posledično dana možnost predvidevanja, kaj

namerava glavni delničar na skupščini sprejeti, niso več upravičene do vloge za začetek postopka ocene poštenosti postopka.

Metode in predpostavke vrednotenja

V Nemčiji je na donosu zasnovan pristop (nem: Ertragswertverfahren; povedano drugače, kapitalizirana vrednost iztržka lastniškega kapitala) še vedno ena izmed najpomembnejših metod vrednotenja (Hankir, 2007, str. 9).

Nemški IDW Standard (nem: Institut der Wirtschaftsprüfer Standards) standardi ocenjevanja vrednosti prepoznavajo kot sprejemljive metode za oceno vrednosti podjetja samo tiste, ki so zasnovane na prihodnjih donosih. Predvidevajo sicer tudi uporabo tržnih cen in t.i. poenostavljenega vrednotenja, ki v standardih pomeni oceno vrednosti z uporabo tržnih primerjav. Njihova uporaba pa je omejena na oceno verodostojnosti rezultatov, ki so bili pridobljeni s pomočjo metod prihodnjih denarnih tokov.

Metode na podlagi prihodnjih denarnih tokov se delijo na objektivizirane in subjektivne⁸, te se med seboj razlikujejo v izbiri diskontne stopnje in oceni denarnih tokov. Za namen iztisnitve manjšinskih delničarjev se uporabljajo objektivizirane ocene vrednosti.

Ocena vrednosti podjetja je zasnovana na moči ustvarjanja dohodkov na dan vrednotenja. V principu je obstoječa moč ustvarjanja dohodkov zasnovana na dejavnikih uspešnosti, ki obstajajo na dan vrednotenja. Točno določljiva možnost ustvarjanja dohodkov vključuje verjetnost uspešnosti, ki se odraža kot rezultat ukrepov, začelih do vključno dneva vrednotenja, oziroma ukrepov, ki so zadostno zanesljivi v okviru obstoječega poslovnega načrta in tržne situacije. Zato možni, ne pa tudi zadostno zanesljivi ukrepi (npr. investicije v povečanje osnovnih sredstev/dezinvesticije in iz tega izhajajoči potencialni denarni tokovi), niso vključeni v določitev objektivizirane vrednosti podjetja (IDW Standard, 2008, str. 10, čl. 32) in kot taki predstavljajo oceno subjektivne vrednosti podjetja.

Problem se pojavi pri podjetjih, ki imajo slabe denarne tokove in pri katerih standardi dovoljujejo uporabo likvidacijske vrednosti podjetja in ne predpostavke delujočega podjetja, kot je v navadi.

Kadar se ocenjuje vrednost podjetja z nizkimi donosi, mora revizor (Wirtschaftsprüfer) presoditi ne samo, ali je podjetje sposobno nadaljevati s poslovanjem, temveč tudi možnost likvidacije podjetja. Če je vrednost podjetja ob likvidaciji višja, kot je sedanja vrednost pričakovanih donosov ob nadaljevanju poslovanja, je v principu likvidacijska vrednost spodnja meja, ki se jo uporabi pri ocenjevanju vrednosti podjetja (IDW Standard, 2008, str. 30, čl. 150).

⁸ Prevod izrazov Objectified in Subjective

Podlago temu členu vidim v dveh razlogih: (i) Mali delničarji ne smejo biti kaznovani za slabe vodstvene odločitve obvladujočega lastnika, v smislu razmerja med likvidacijsko vrednostjo podjetja in vrednostjo delujočega podjetja. Z drugimi besedami, mali delničar ni kriv, če se obvladujoči lastnik odloči, da bo podjetje še naprej delovalo, čeprav bi bilo finančno bolj smiselno, da bi se izvedla likvidacija, kar pomeni, da mali delničar ne sme nositi finančnih posledic te slabe odločitve. Razlog je sicer šibek, predvsem zato, ker je ena od bistvenih predpostavk instituta iztisnitve ravno v tem, da manjšinskemu delničarju pripadajo samo finančne pravice deleža in nima nobenih upravljalških pravic. Prav tako se pri konceptu objektiviziranega vrednotenja ne upošteva možnih izboljšav pri vodenju podjetja, tako je posledično razlog nekonsistenten s celotno idejo iztisnitve. (ii) Obvladujoči lastnik lahko z veliko gotovostjo in z majhnimi stroški oceni svoje prihodnje denarne tokove. To pomeni, da lahko zelo enostavno časovno tempira iztisnitev v obdobju, ko je vrednost podjetja nepravilno nizka in tako manjšinske delničarje prikrajša za njihovo pravico do pro rata deleža podjetja.

Standardi ne pojasnjujejo pravične ravni vrednosti, temveč zgolj določajo meje, v katerih se mora ta vrednost gibati. Zato Hankir (2007, str. 3) ugotavlja, da obstajajo trije koncepti vrednosti, ki jih je treba upoštevati pri iztisnitvi manjšinskih delničarjev:

Prvič: neto sedanja vrednost, ocenjena z metodami opisanimi v IDW Standard, predvsem z objektiviziranimi metodami prihodnjih denarnih tokov, ki predstavlja absolutni minimum izplačila manjšinskim delničarjem; **drugič:** na podlagi obsega trgovanja tehtano povprečje tečaja delnice v obdobju treh mesecev pred objavo iztisnitve, kar predstavlja relevanten minimum denarne odpravnine, če ni plitkosti trga oziroma, če trg za delnico obstaja, in **tretjič:** dejansko ponujena denarna odpravnina, ki na podlagi izkušenj pogosto presega prejšnji dve vrednosti (Hankir, 2007, str. 3).

Raziskave iztisnitev

Najbolj obširno analizo iztisnitev v Nemčiji so naredili Croci et al. (2009), pri čemer so v analizo vzeli 261 kotirajočih podjetij, pri katerih se je izvedla iztisnitev med letoma 2002 in 2008. Analizirali so povečanje denarne odpravnine manjšinskim delničarjem, v kolikor je prišlo do ugotavljanja ocene primerne denarne odpravnine oziroma ocene poštenosti postopka. Ugotovili so, da se v postopkih ocene primerne denarne odpravnine prvotno ponujena cena poveča za 39,74 %. Pri ocenah poštenosti postopka pa se je iztisnitvena cena povečala za 9,72 %.

Ker so bile iztisnitve izjemno dobičkonosne za manjšinske delničarje, se pojavlja naraščajoči trend špekulativnih naložb v delnice podjetij, ki so potencialne tarče iztisnitev. Dejstvo, da je ta »čista igra« na iztisnitvene premije postala netvegana (»foolproof«) strategija, se je odrazilo v razvoju iztisnitveno-investicijske industrije. Posledica tega je pojav različnih finančnih proizvodov, ki zasebnim investitorjem omogočajo priložnost, da se vključujejo v špekulacije o iztisnitvah, kot tudi mednarodnih kritnih skladov (angl. Hedge funds), ki kupujejo delnice

velikih nemških podjetij z namenov pridobitve iztisnitvenih premij (Oppenheim, v Hankir, 2007).

Seveda je pri tem treba upoštevati tudi oportunitetne stroške zakasnjene plačila. Nemška sodišča praviloma niso dosegala zneskov nižjih od prvotno ponujene odpravnine, zaradi česar so avtorji za oportunitetne stroške vzeli obrestno mero nemških 5-letnih obveznic. Tveganje je minimalno, donosi pa prav tako. Ugotovili so, da že osnovna obrestna mera s pribitkom 2 % skoraj v celoti pokrije oportunitetne stroške manjšinskih delničarjev. To pomeni, da obstaja močna spodbuda za delničarje, da se poslužujejo ocene primerne denarne odpravnine oziroma ocene poštenosti postopka. Ob upoštevanju časa, potrebnega za izpeljavo postopka, so v povprečju za malega delničarja bolj donosni postopki ocene poštenosti postopka, ki so kar 4-krat krajši.

Druge raziskave so bile opravljene predvsem v času po uvedbi možnosti iztisnitve v zakonodajo, zato so se osredotočale na vpliv oznanitve iztisnitve na tržne cene vrednostnic.

Hankir povzema raziskave Helmisa (2003), ki je v svoji empirični raziskavi ugotovil, da se je v vzorcu 57 iztisnitev manjšinskih delničarjev v obdobju od januarja do oktobra 2002 učinek najave iztisnitve odrazil v 10,33 % premij v primerjavi s končnim tečajem delnice na dan pred najavo iztisnitve. Glede na obseg trgovanja tehtanega povprečja tečaja delnice v 60 dneh pred najavo iztisnitve pa se je premija povečala na 14,65 % (Hankir, 2007, str. 5).

Ehrhardt, Lahr, in Wessel (2004) v Hankir (2007) so analizirali vzorec 81 nemških podjetij, ki kotirajo na borzi, in ki so najavila iztisnitev v obdobju od januarja 2002 do decembra 2003. Njihova analiza je vsebovala oba tipa najav iztisnitev: prvič: podjetja, ki so najavila iztisnitev in ponujeno izplačilo istočasno in drugič: podjetja, ki so objavila informacije postopno. V desetih dneh od objave (-5;+5) so avtorji zabeležili nenormalen kumulativni donos v višini 8,5 % (Hankir, 2007, str. 5).

Namen zgornje analize avtorjev ni bil oceniti vrednosti podjetij, saj glede na to, da kotira le 5 % delnic, le-ta ne bi bila zanesljiva, ampak so poskusili potrditi oziroma ovreči trditev, da so tržne cene pod pošteno vrednostjo zaradi možnosti iztisnitve. Avtorji so prišli do skupnega zaključka, da tržna cena pozitivno reagira na oznanitev iztisnitve, kar pa ne pomeni, da so tržne cene pod pošteno vrednostjo zaradi možnosti iztisnitve.

Webber ob podobnih ugotovitvah, da se cena na dan oznanitve iztisnitve dvigne, pride do zaključka, da splošna izjava, da trg v primeru iztisnitve ni zanesljiv, ne drži (Webber, 2004, str. 25).

3.7. Praksa v Sloveniji

Institut iztisnitve manjšinskih delničarjev v sedanji obliki po nemškem vzoru je bil v Sloveniji vpeljan leta 2006 s sprejetjem ZGD-1. V kolikor razdelimo postopek iztisnitve na pravni del, kjer strokovna razprava poteka o pravilnosti in pravičnosti postopkov ter njihovi dejanski izvedbi, ter ekonomski del, kjer razprava poteka o pravičnosti, metodologiji in predpostavkah določitve primerne denarne odpravnine, lahko ugotovimo, da je trenutna strokovna literatura glede določanja vrednosti relativno skopa.

Metodološko se za izračun vrednosti podjetij uporabljajo vse splošno sprejete metode za ocenjevanje vrednosti, s poudarkom na donosu zasnovanih pristopih (DCF). Odbitki za nekontrolni delež in odbitki za pomanjkanje tržljivosti se načeloma ne uporabljajo (Kunovar, 2009, str. 110).

V diplomski nalogi se ne bom poglobljal v metodologijo in ocene vrednosti podjetij v Sloveniji. Pomemben pa se mi zdi pregled analize primerne denarne odpravnine iztisnitev med letoma 2006 in 2009, ki jo je pripravil Kunovar (2009) v svojem članku »Iztisnitve manjšinskih delničarjev v Sloveniji«.

V analizi je zajel 122 iztisnitev med letoma 2006 in 2009 in jih je razdelil na 6 skupin glede na attribute, ki pomembno vplivajo na rezultate njegove analize. Primernost denarne odpravnine je ocenjeval na podlagi mnogokratnikov. Mnogokratnik, ki ga bom predstavil je kazalnik P/B, kjer P predstavlja »pošteno« vrednost podjetja na podlagi dejanske iztisnitvene cene, B pa predstavlja knjigovodsko vrednost podjetja. V analizi je Kunovar iztisnitve razdelil na iztisnitve po ZPre-1 in ZGD-1. Ugotovitve za največjo skupino, v katero je zajetih 65 iztisnitev po ZGD-1 in 12 iztisnitev po ZPre-1, so predstavljene v spodnji razpredelnici.

Slika 7: Mnogokratnik P/B za podjetja glede na (ne)uporabo določb ZPre-1 in ZGD-1

P/B	
Mediana - vse iztisnitve	0,66
Mediana - iztisnitve po določbah Zpre-1	1,10
Mediana - ostale iztisnitve	0,63

Vir: B. Kunovar, *Iztisnitve Manjšinskih delničarjev v Sloveniji*, 2009, str. 118

Kot je razvidno iz zgornje razpredelnice, je mediana iztisnitev, mnogokratnika P/B, po ZGD-1; 0,63. To pomeni, da je bila mediana »primernih« denarnih odpravnin v Sloveniji med letoma 2006 in 2009 63 % knjigovodske vrednosti podjetij. Kunovar je v svojem članku izrazil dvom o primernosti odpravnine, čemur se pridružujem tudi sam. Mediana iztisnitev mnogokratnika P/B po ZPre-1 pa je 1,10.

Če se vrnemo na poglavje o praksi iztisnitev v Nemčiji in na citat 150. člena nemških IDW S1 standardov, hitro ugotovimo, da iztisnitev s ceno pod likvidacijsko vrednostjo ni pravična. Če privzamemo, da je likvidacijska vrednost ob načelu poštenega knjigovodenja blizu

knjigovodske vrednosti, je bila velika večina manjšinskih delničarjev, po analizah Kunovarja, v vsaj 75 % iztisnjena močno pod pošteno vrednostjo.

Analizirane so bile tudi iztisnitve finančnih in/ali nepremičninskih holdingov ter bank, pri katerih pa je bil vzorec tako majhen, da ni statistično reprezentativen. Mediana P/B izračunana za finančne in /ali nepremičninske holdinge je bila 0,82, pri izračunu za banke pa se je P/B gibal od 1,1 do 1,8.

Podatek se mi zdi zanimiv zaradi same narave ocenjevanih podjetij. Prepričan sem, da so banke že po svoji strukturi idealen kandidat za vrednotenja po metodah prihodnjih donosov. Vse predpostavke, ki se uporabljajo pri oceni vrednosti, so enake predpostavkam, ki jih banke izračunavajo v okviru svoje osnovne dejavnosti, kar pomeni, da je tukaj zelo malo prostora za špekulacije in odstopanja pri vrednotenju. Menim, da bi se mnogokratnik poštenih vrednosti moral gibati nekje v višini mnogokratnika bank, Kunovar pa je mnenja, da bi se moral gibati bližje tistemu iz ZPre-1. Finančni holdingi se, kot je omenil Praznik, ocenjujejo z na sredstvih zasnovanimi pristopi, kar pomeni, da se uporabljajo tržne cene in se pojavlja možnost učinka limon, kar bi lahko predstavljajo pojasnilo za P/B holdingov pri vrednosti 0,82.

Razlogi za nizke denarne odpravnine iz analize sicer niso razvidni, vendar jih na splošno lahko pojasnimo z enim ali več naslednjimi dejavniki:

- Časovno načrtovanje iztisnitve glede na tržne razmere; obvladujoči lastniki kot lastniki zasebnih informacij in po Goshenu lastniki »call opcije« lahko iztisnitev časovno načrtujejo tako, da bo vrednost zasebne informacije najvišja. Če lahko predvidijo, kdaj so razmere na trgu primerne za pridobitev manjšinskega deleža po najnižji ceni, bodo manjšinski delničarji zagotovo prikrajšani za pravično odpravnino. V članku navaja Kunovar podatke Ljubljanske borze o vrednostnih papirjih, in sicer ugotavlja, da so se mnogokratniki P/B na borzi v letih 2006 in 2007 gibali nad 2,0. Časovno načrtovanje iztisnitve lahko pojasni to razliko med mnogokratnikom na borzi in iztisnjenimi podjetji. Webber (2004) v svoji študiji iztisnjenih podjetij v Nemčiji v letih 2002 in 2003 ugotavlja mediano P/B iztisnjenih podjetij v razmerju 2,64. Sicer časovno obdobje ni enako, zagotovo pa ugotovitev ovrže časovno načrtovanje kot pojasnilo za razkorak P/B mnogokratnika med cenami na borzi in iztisnjenimi podjetji. To bi namreč pomenilo, da so slovenski obvladujoči lastniki sposobni veliko bolje oceniti in izkoristiti zasebne informacije kot njihovi nemški kolegi. Verjetnejša razlaga je, da so slovenski obvladujoči lastniki iztiskali manjšinske delničarje z bolj nepoštenimi cenami kot njihovi nemški kolegi.
- Preizkus primernosti ponujene denarne odpravnine opravljen s pristranskim revizorjem: »Glavni delničar ponavadi predlaga postavitev istega revizorja, ki tudi sicer revidira letne računovodske izkaze družbe« (Pisk, 2008, str. 72). Zagotovo je revizor, ki revidira tudi letne računovodske izkaze, najbolj seznanjen z delovanjem in poslovanjem družbe, težko pa rečemo, da je pri tej oceni popolnoma neodvisen. Na majhnem trgu, kot je slovenski, mu je zagotovo v interesu, da obstoječo stranko obdrži tudi v prihodnjem poslovnem letu, za kar so potrebni dobri odnosi z obstoječimi lastniki.

- Usposobljenost ocenjevalca vrednosti podjetja: manjšinski delničar ima, kot sem že omenil, možnost predložiti primernost denarne odpravnine v presojo sodišču oziroma poravnalnemu odboru. V času priprave te naloge je bilo na sodišču zaključenih le nekaj postopkov presoje denarne odpravnine, zato se kakšna določena praksa ocenjevanja v primerih iztisnitev še ni uspela oblikovati. To pomeni, da je vsak ocenjevalec prepuščen samemu sebi in poznavanju prakse v tujini. Če se vrnemo na analizo Kunovarja in ugotovitev, da je bil mnogokratnik iztisnitev P/B v primeru holdingov 0,82, lahko izpeljemo pavšalno oceno, pri čemer pa je vidno, da so se pri vrednotenju teh holdingov uporabljali ali odbitki za tržljivost ali odbitki za manjšinske deleže. Poštena vrednost holdingov brez uporabe odbitkov ne more biti nižja, kot je njihova knjigovodska vrednost, razen v primeru resnih računovodskih napak holdinga. Kot smo že ugotovili, pa prevladujoča praksa v tujini sledi načelu izogibanja teh odbitkov.
- Revizor oziroma ocenjevalec podjetij: slovenska zakonodaja in postopki se v veliki meri naslanjajo na nemško zakonodajo in postopke. V Nemčiji primernost denarne odpravnine oceni revizor, tako se je ta zadolžitev tudi v Sloveniji prenesla na revizorja. Če potegnemo vzporednico med oceno primernosti denarne odpravnine v Sloveniji in t.i. mnenjem poštenosti (angl.: Fairness opinion) v ZDA, ugotovimo, da jih pripravljajo različne entitete. Mnenja poštenosti pripravljajo strokovnjaki s področja ocenjevanja podjetij, medtem ko oceno primernosti pripravljajo revizorji. Po Mednarodnih računovodskih standardih mora revizor za nalogo, za katero ni strokovno usposobljen, najeti zunanjega strokovnjaka z zahtevanega področja. To pomeni, da na papirju zadolžitev revizorja ni sporna, v realnosti pa vsekakor lahko poraja določene pomisleke.

3.8. Trenutno sprejeta metodologija

Pri pripravi tega dela sem imel na voljo v glavnem literaturo, ki se ukvarja s problematiko iztisnitve manjšinskih delničarjev v ZDA in Nemčiji. Obe državi imata izredno razvite kapitalske trge in mislim, da sta kot taki reprezentativni tudi za druge trge s podobno zakonodajo in prakso. Seveda zagotovo obstajajo določene nacionalne posebnosti, ki pa po mojem mnenju za celovit pregled vrednotenja niso pomembne.

Predpostavke

Predpostavke vrednotenja ob iztisnitvi manjšinskih delničarjev lahko ločimo na (i) časovne in (ii) vrednostne. Časovne predpostavke so precej jasne, vrednost podjetja se ocenjuje z vsemi znanimi elementi vrednosti do vključno dneva skupščine delničarjev. Drug časovni okvir se uporablja samo v primeru, kadar se dokaže, da je vodstvo oziroma kdo drug izmed odločevalcev prikrival kakršnekoli elemente, pomembne za oceno vrednosti podjetja, in s tem izkrivil rezultate analize. Sodišča si v tem primeru pridržujejo pravico, da spremenijo časovni okvir ocenjevanja oziroma določijo pribitek na oceno poštene vrednosti podjetja za oceno škode, ki jim je bila pri tem povzročena.

Vrednostne predpostavke (glej poglavje 3.1) pa govorijo o (i) vrsti vrednosti, (ii) predpostavki ocenjevanja vrednosti in (iii) ravni vrednosti. Ocenjuje se (i) pošteno vrednost (ii) delujočega podjetja (iii) na ravni obvladujočega lastnika.

(i) Poštena vrednost je računovodski pojem, ki ga v različnih državah za namene ocenjevanja vrednosti ob iztisnitvi manjšinskih delničarjev različno razlagajo skozi metode ocenjevanja vrednosti. Vse definicije so si enotne v tem, da opredeljujejo to vrednost kot vrednost, ki naj bi jo večinski ali obvladujoči lastnik izplačal manjšinskemu lastniku v zameno za neprostovoljno iztisnitev iz lastništva podjetja. (ii) Predpostavka delujočega podjetja se uporablja vedno, vendar z izjemo. Če ocenjevalec vrednosti ugotovi, da je vrednost podjetja večja v primeru likvidacije oziroma razprodaje premoženja, kot bi ta bila v primeru, da podjetje še naprej posluje, se uporabi predpostavka likvidacijske vrednosti. (iii) Na ravni obvladujočega lastnika to pomeni, da se ne upoštevajo nobeni diskonti ali pribitki na oceno vrednosti celotnega podjetja. Pri tej predpostavki se pojavi več interpretacij o tem, kaj ta vrednost vključuje. Ali vrednost podjetja na ravni obvladujočega lastnika, ki se ocenjuje za namene iztisnitve manjšinskih delničarjev, vključuje premijo za nadzor, ki se je v preteklosti dodajala v sodbah v ZDA pri vrednotenjih zasnovanih na tržnih mnogokratnikih? Zadnja dognanja strokovnjakov stroke ocenjevanja vrednosti ugotavljajo, da te premije cena ne vključuje. V primerih iztisnitve manjšinskih delničarjev, kjer ne pride do zamenjave obvladujočega lastnika, je vrednost podjetja na ravni obvladujočega lastnika enaka ali zelo blizu tisti za manjšinskega lastnika, in sicer brez odbitkov za pomanjkanje tržljivosti, če ti obstajajo. To vsebinsko pomeni samo to, da se pri postopkih vrednotenja ne sme uporabiti predpostavk o možnem boljšem vodenju podjetja, katere so, ob predpostavki nadaljnjega vodenja obstoječega lastnika, nesmiselne.

Metode

V preteklosti so bile metode izredno mehanistične in so se v veliki meri zanašale na tržne cene. Trenutno velja praksa, da so v sodnih primerih sprejemljive vse metode ocenjevanja, ki so splošno sprejete v stroki ocenjevanja vrednosti. Vseeno pa se večji poudarek oziroma težo daje metodam, zasnovanim na projekcijah prihodnjih denarnih tokov (DCF), za katere se smatra, da so teoretično najbolj pravilne. Tržne cene so, npr. v nemških IDW standardih ocenjevanja vrednosti, omenjene kot postranske oziroma skrajšane metode ocenjevanja vrednosti, in sicer so namenjene potrjevanju izračunov vrednosti na podlagi drugih projekcijskih metod. V primeru, da projekcijske metode niso smiselne oziroma podatki ne obstajajo, se z ustreznimi prilagoditvami uporabljajo metode na podlagi tržnih cen. Nekateri raziskovalci ugotavljajo, da pretirana uporaba tržnih cen lahko privede do t.i. učinka limon in tržne cene zniža, kar pomeni, da niso več zanesljive.

Diskonti in premije

V ZDA ima vsaka zvezna država svoja pravila oziroma vsako sodišče arbitrarno pravico odločanja o uporabi oziroma neuporabi diskontov. Načeloma se diskonti ne uporabljajo pri

oceni vrednosti za namene iztisnitve. Če pogledamo pretekle odločitve sodišča v Delawaru vidimo, da se sodišče za diskonte res ni odločalo, medtem ko se je v nekaterih primerih odločalo za premije, in sicer v primerih zloglasne premije za implicitni manjšinski diskont in v primerih ocenjevanja vrednosti podrejenih podjetij (glej poglavje 4.6). Presoja o uporabi diskontov mora tako ostati v rokah sodišča oziroma strokovnjakov, ki v posameznem primeru odločajo. Sodnik oziroma strokovnjaki, ki v posameznem primeru odločajo, pa morajo vzeti v obzir dejstvo, da je uporaba diskontov ali premij smiselna edino takrat, ko ne pomeni zmanjšanja učinkovitosti transakcije in prenosa finančnega bremena na drugega. Določanje premij oziroma diskontov, ki na kakršenkoli način določajo manjšinskim delničarjem vrednost višjo od tiste, ki jim je bila odvzeta ali obvladujočim lastnikom vrednost nižjo od tiste, ki so jo pridobili, vodi v sistem, ki ni trajnosten in lahko pripelje do večjih neučinkovitosti.

Predlogi

Za določitev poštene vrednosti in pravične denarne odpravnine so sprejemljive vse splošno sprejete metode ocenjevanja vrednosti podjetja. Priporočljive so metode, kjer so projekcije prihodnjih denarnih tokov podlaga za oceno. Metode na podlagi tržnih mnogokratnikov so sprejemljive v primerih, ko druge metode niso uporabne ali kot potrditev prej omenjenih metod. Treba je paziti, da metode na podlagi tržnih mnogokratnikov ne postanejo prevladujoče metode vrednotenja na trgu, saj lahko v tem primeru pripeljejo do podcenjenosti podjetij na trgu (Goshen & Wiener, 2003). Uporaba diskontov in premij v večini primerov ni smiselna, v poštev pridejo le takrat, kadar okoliščine zahtevajo njihovo uporabo. Vedno je treba imeti v mislih razmerje med vsemi deležniki, saj je to nujen pogoj za preživetje pravičnega sistema iztisnitev, ki nobenemu od vpletenih ne daje nepotrebnih spodbud za začetek postopka iztisnitve oziroma nasprotovanje postopku iztisnitve.

Na sodišču v Delawaru, kjer se ukvarjajo s primeri iztisnitev, je sodnik dejal: »Moje sodišče in vrhovno sodišče v Delawaru prepoznavata, da primeri ocenjevanja vrednosti temeljijo na podlagi specifičnih dejstev. Zelo malo zaključkov in odgovorov na vprašanja vrednotenja ima vsestransko veljavnost. Kljub temu nekatere izjave delujejo oziroma jih nekateri interpretirajo, kot da so vsestransko uporabne« (Pratt, 2008, str. 800).

SKLEP

V diplomski nalogi sem skušal poiskati odgovore na v uvodu zastavljena vprašanja.

1. Ali manjšinski delničarji v svoji oceni vrednosti zahtevajo del sinergijske vrednosti podjetja, do katere so lastniki podjetja dejansko upravičeni šele ob spremembi obvladujočega lastnika?

Na to vprašanje je mogoče odgovoriti le na podlagi segmentiranja manjšinskih delničarjev. Manjšinske delničarje lahko razdelimo v dve skupini, in sicer v skupino (i)neinformiranih

manjšinskih delničarjev, ki so pogosto manjšinski delničarji po toku naključij oziroma po postopkih privatizacije in v skupino (ii) informiranih delničarjev, zavestnih investorjev, ki točno vedo kakšne pravice imajo in kaj lahko dosežejo.

Prva skupina delničarjev je v Sloveniji, državi s preteklim socialističnim političnim sistemom, izjemno velika. Če povzamemo podatke, ki jih je zbral Kunovar, o iztisnitvah v Sloveniji vidimo, da je mediana mnogokratnika P/B (tržna cena/knjigovodska vrednost podjetja) preteklih iztisnitev 0,66, tako lahko rečemo, da manjšinski delničarji ne zahtevajo sinergijske vrednosti podjetja, še več, lahko celo trdimo, da so bili opeharjeni. Vendar skupina nepravilno izkrivlja skupino manjšinskih delničarjev, saj se število le-teh, večinoma še iz časov privatizacije, zmanjšuje.

Na razgovoru s pooblaščenim revizorko, katere stranka je bila v postopku pogajanj glede cene z manjšinskimi delničarji, mi je bilo rečeno, da se bo cena najverjetneje oblikovala na zgornji meji razpona poštenih vrednosti. Za oceno trenutnega »portfelja« manjšinskih delničarjev se mi to zdi pomembna ugotovitev, saj govori o tem, da se povprečni slovenski manjšinski delničar pomika proti večjemu poznavanju stroke, se pravi proti drugi skupini manjšinskih delničarjev. Vse bolj se zaveda svojih pravic in poslovne moči. To dejstvo se kaže tudi na drugih bolj kapitalsko razvitih trgih, npr. v Nemčiji in ZDA. V Nemčiji se po navajanju Croci et al. (2009) in tudi Hankir (2007) razvija t.i. turizem skupščine delničarjev. Delež nasprotovanj iztisnitveni ceni v vseh iztisnitvah se je do leta 2006 dvignil na kar 96,1 %. V ZDA avtorji kot Hamermesh & Wachter (2009) in Matthews (2008) ugotavljajo, da sodišča manjšinskim delničarjem dodeljujejo visoke, arbitrarno določene pribitke. Sodišče sicer pojasnjuje te pribitke kot podcenjenost vrednostnih papirjev na trgu in te arbitrarno določene pribitke zmanjša za »ocenjen« delež sinergij, vendar se glavna struja ocenjevalcev vrednosti s tem ne strinja.

Če pogledamo na razmerja med manjšinskimi delničarji in večinskimi delničarji, je naloga zakonodaje jasna. Treba je zaščititi manjšinske delničarje, saj je očitno, da imajo večinski delničarji v rokah več moči. Če pa pogledamo na celotno situacijo skozi oči ekonomske optimizacije procesov poslovanja in prvotnih razlogov za razvoj zakonodaje o možnosti iztisnitve, pa ta naloga ni več tako jasna. Vsaka precenjenost pomeni zmanjšanje učinkovitosti, vendar je to »družbeno politično« izredno nevhvaležna tema v današnjih časih korporacij in »krutega« kapitalizma, zato se s tem problemom ukvarja izredno malo strokovnih člankov. Tisti članki, ki pa obravnavajo to tematiko, pa se držijo bolj načelnih vprašanj, odgovori pa v večini niso podprti s kakšnimi ekonomskimi analizami. Vrednost, ki jo manjšinski delničarji zahtevajo oziroma jim jo sodišča v ZDA arbitrarno dodeljujejo v primerih ocene vrednosti na podlagi tržnih mnogokratnikov, je po ocenah avtorjev, kot je Matthews (2008), na višji ravni vrednosti kot tista, do katere so manjšinski delničarji upravičeni (glej podpoglavje o IMD v poglavju 4.5 Praksa ZDA). Na podlagi tega lahko zaključim, da bo praksa poravnava pred sodiščem v prihodnosti določila raven vrednosti, ki jo bodo manjšinski delničarji v primerih iztisnitev zahtevali.

2. Ali je nezadovoljstvo manjšinskih delničarjev pogojeno s težnjo prevzemnika (obvladujočega lastnika) po nepošteni odtujitvi manjšinskega deleža podjetja?

Obvladujoči lastnik je hkrati tudi lastnik t.i. zasebnih informacij, ki mu dajejo možnost boljše ocene prihodnjega gibanja trga in poslovanja. Goshen in Wiener (2003) ugotavljajo, da dlje kot je obvladujoči lastnik sposoben informirano oceniti prihodnje tokove in razmere, večja je vrednost zasebne informacije. Obvladujoči lastnik se obnaša ekonomsko učinkovito, tako je v vsakem posameznem primeru iztisnitve njegova ocena, da bodo prihodnji tokovi in razmere za poslovanje pozitivni. To pomeni, da informiran manjšinski delničar v času, ko se najavi iztisnitev, ve, da bodo ocenjeni pozitivni donosi v prihodnosti večji, kot so v trenutku iztisnitve. Večinski lastnik ni pripravljen deliti povečanih donosov z manjšinskim lastnikom, manjšinski lastnik pa se ni pripravljen odreči svojemu deležu pričakovanih povečanih donosov. Rezultat tega stanja je nezadovoljstvo, ki ga povzroči že vgrajena podcenjenost manjšinskega deleža podjetja. Vedno in ob vsaki iztisnitvi bo manjšinski delež podjetja za obvladujočega lastnika vreden več ali vsaj enako kot dejansko izplačana odpravnina, saj v nasprotnem primeru obvladujoči lastnik iztisnitve ne bi izpeljal. Ob iztisnitvi manjšinskih delničarjev bo zmeraj prisotno neko nezadovoljstvo, pa naj bo ponujena odpravnina poštena ali nepoštena, zato tu ne moremo govoriti o vzročnosti, temveč le o odnosnosti med subjekti vpletenimi v iztisnitev.

3. Ali je iskanje poštene vrednosti bližje učinkovitosti v teoriji iger in ali je samo v primeru sodne poravnave dejansko iskanje vrednosti na temeljih stroke oziroma kaj je glavni dejavnik določitve iztisnitvene cene: (i) pogajalska moč ali (ii) stroka?

Če pogledamo analizo Kunovarja, se lahko vprašamo, na podlagi kakšnih metod in predpostavk so ocenjevalci vrednosti (oziroma obvladujoči lastniki) prišli do tako izjemno nizkih »poštenih« vrednosti? Lahko rečem, da verjetno niso postavljali iztisnitvene cene na podlagi stroke, temveč na podlagi pogajalske moči oziroma neorganiziranosti manjšinskih delničarjev. Poštena vrednost je cena, ki so jo pripravljene večinski lastniki izplačati manjšinskemu delničarjem ob njihovi iztisnitvi in so jo le-ti pripravljene tudi sprejeti. Na strani manjšinskih delničarjev se velikokrat kot temelj odločanja pojavljajo čustva, na strani večinskih delničarjev pa analize ocene vrednosti, ki so, kot je omenil ameriški sodnik v primeru Gilbert proti MPM Enterprises, velikokrat dvomljive kakovosti (Pratt, 2008). Ocenjevanje vrednosti ni eksaktna znanost, uporabljene predpostavke pa imajo neko širšo ali nižjo sprejetost strokovne javnosti. Če ocenjevanje vrednosti podjetij razdelimo na (i) temeljne splošno uporabljene modele in (ii) splošno potrjene predpostavke, ki so odprte za interpretacijo v posameznih primerih, lahko zaključimo, da so predpostavke tiste, pri katerih pride do nesoglasij in nestrinjanj. Nadalje lahko sklepamo, da so v celotnem postopku predpostavke tiste, ki ločijo strokovnjaka od laika, in ne modeli, ki so brez pravih predpostavk neuporabni. V primeru sodne poravnave je treba zagovarjati uporabljene predpostavke pred sodiščem, pred drugimi strokovnjaki oziroma pred poravnalnim odborom. Tako lahko zaključimo, da ocenjevanje šele pri posredovanju tretjega dobi neko objektivno, na stroki temelječo osnovo, vse do tedaj pa spada pod okrilje pogajalskih moči udeležencev.

4. Kakšen je dejanski obseg dobičkov večinskega lastnika ob iztisnitvi pod tržno ceno?

Kunovar v svoji analizi ugotavlja, da je povprečna vrednost podjetja, ki je izvedlo iztisnitev, 5,5 mio EUR. Če privzamemo, da je mediana vrednosti podcenjena za delež P/B, ki je nižji od knjigovodske vrednosti, dobimo vrednost podjetja 8,33 mio EUR⁹ (predpostavka, da je poštena vrednost enaka najmanj knjigovodski vrednosti, pričakovali bi sicer, da je kazalnik P/B bližje tistemu izračunanemu pri bankah). Predpostavimo iztisnitveni delež 10 % (prag iztisnitve je 90 %), kar pomeni, da je poštena vrednost iztisnjenega deleža 833.000 EUR. Ocena razlike z gornjimi predpostavkami znaša 283.000 EUR. To pomeni, da je mediana dobičkov obvladujočih lastnikov ob 10 % delu manjšinskih delničarjev predstavljala 283.000 EUR oziroma 51,45 %¹⁰ dejanske iztisnitvene cene. Tej vrednosti je treba dodati še vrednost zasebnih informacij obvladujočega lastnika, iz navedenega lahko sklepamo, da so bili obsegi dobičkov in koristi za obvladujočega lastnika izjemno veliki. Primerno vprašanje na tem mestu je tudi dolžna skrbnost revizorjev, ki so odpravnine pregledali in dolžna skrbnost poslovodstva.

5. Ali trenutni sistem v Sloveniji vodi v prakso, kjer bo vsaka iztisnitev končala pred poravnalnim odborom?

Slovenska zakonodaja v veliki meri temelji na prenosu nemške zakonodaje in dobrih praks. V Nemčiji se je, kot je razvidno iz poglavja 3.6, delež nasprotovanih iztisnitev od uvedbe leta 2002 do leta 2006 močno zviševal. V prvem obdobju je bil večji del postopkov usmerjen v oceno primerne denarne odpravnine, ki pa se je kasneje, verjetno zaradi dolgega časovnega obdobja do zaključka postopka, prevesil v prid oceni poštenosti postopka. Delež nasprotovanih izključitev se je po letu 2006 s spremembo zakonodaje in z uvedbo bolj strogih pogojev v okviru UMAG (nem: Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts) za začetek postopkov ocene poštenosti pričel zmanjševati. Razlogov za to je gotovo več, kljub vsemu pa je bil nemški zakonodajalec uspešen pri omejevanju t.i. turizma skupščin delničarjev, ki je tudi zaradi s strani sodišč dodeljenih premij, nad prvotno ponujenimi denarnimi odpravninami delničarjem, postal donosen posel.

Odgovora na vprašanje, ali trenutni sistem v Sloveniji vodi v prakso, kjer bo vsaka iztisnitev končala pred poravnalnim odborom, v tej fazi razvoja slovenske sodne prakse na tem področju, ne morem podati. Kot sem že omenil, imamo v Sloveniji še vedno dva tipa manjšinskih delničarjev: na eni strani tiste, ki so že bili (in nekateri še bodo) iztisnjeni s »primerno« denarno odpravnino, kot je vidna iz analize Kunovarja, na drugi strani pa tiste, ki bodo z izboljševanjem organiziranja malih delničarjev izboljšali tudi svoje pogajalsko izhodišče in iztisnitveno ceno pozicionirali na zgornji meji razpona poštene vrednosti. To pomeni, da mora zakonodajalec v prihodnosti omejiti na eni strani t.i. turizem skupščin

⁹ =5,5 mio EUR/0,66

¹⁰ 283.000 EUR / 550.000 EUR

delničarjev na drugi strani pa iztisnitve z nepošteno nizkimi odpravninami. Sistem, ki bo deloval na način, da nobena od vpletenih strani ne bo imela prekomernih vzpodbud za začetek postopka, bo tudi uspešno omejil prakso, kjer bo vsaka iztisnitev končala pred poravnalnim odborom. Po nemškem zgledu je za vzpostavitev takega sistema treba predpisati minimalno iztisnitveno ceno (npr. knjigovodsko vrednost), ki bi jo potrdil revizor (in hkrati odgovarjal za njeno poštenost). Po drugi strani pa bo treba omejiti t.i. turizem skupščin delničarjev s primernimi finančnimi bremenami (npr. plačilo vseh stroškov postopka) v primerih špekulativnih nasprotovanj iztisnitvam. Seveda pa mora najprej slovenski trg doseči določeno stopnjo zrelosti, ki bo omogočila osnovo za te procese.

Če pogledamo pretekle »primerne« denarne odpravnine, bi temu morale biti tako. Z izboljševanjem organiziranja malih delničarjev se izboljšuje tudi njihova pogajalska moč. To pomeni, da če bo slovenski zakonodajalec v prihodnosti uspel uspešno vzpostaviti sistem, v katerem ne bo nobena od vpletenih strani imela prekomernih vzpodbud za začetek postopka, se posledično tudi vsaka iztisnitev ne bo končala pred poravnalnim odborom.

LITERATURA IN VIRI

1. Akerlof G.A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The quarterly Journal of Economics*. 84(3). 488-500.
2. American Society of Appraisers: ASA Business Valuation Standards. BVS Standards. Najdeno 19. oktobra 2010 na spletnem naslovu <http://www.appraisers.org/Files/Professional%20Standards/bvstandards.pdf>
3. Ashurst. (2004, Avgust). Timetable for a squeeze out under the german act on Public Limited Companies (AktG). Najdeno 7. novembra 2010 na spletni strani http://www.ashurst.com/publication-list.aspx?id_Content=1229&expandTypeList=true&id_queryResource=6&page=49
4. Bebchuk A.L., & Kahan M. (1999). Adverse selection and gains to controllers in corporate freezeouts. Najdeno 12. septembra 2010 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=147568
5. Cankar K.N., & Kunovar B. (2009). Določitev primerne denarne odpravnine ob iztisnitvi manjšinskih delničarjev. *Podjetje in delo*. GV Založba, vol (1/2009/XXXV), 27-40.
6. Carney W.J., & Heimendinger M. (2003). Appraising the non-existent: The delaware courts' struggle with control premiums. Najdeno 2. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=399762>
7. Chen F., Yee K.K., & Yoo Y.K. (2010). Robustness of Judicial Decisions to Valuation-Method Innovation. Najdeno 15. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=1733375>
8. Croci E., Ehrhardt O., & Nowak E. (2009). Minority Squeeze-out regulation in Germany-Efficiency, Fairness, and Economic Consequences. Najdeno 26. septembra 2010 na spletnem naslovu <https://cypres.cbs.dk/index.php/ccgi/10ccgi/paper/viewFile/516/323>
9. Damodaran A. (2006, avgust). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance* (2nd Edition). New Jersey: Wiley Finance.
10. Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES z dne 21. aprila 2004 o ponudbah za prevzem. Najdeno 6. marca 2011 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=DD:17:02:32004L0025:SL:PDF>

11. Elsland S., & Webber M. (2004). Squeeze outs in Germany: Determinants of the Announcement effects. Najdeno 5. oktobra na spletnem naslovu <http://www.uni-tuebingen.de/dgf/program/CPaper137.pdf>
12. Goshen Z., & Wiener Z. (2003). The Value of the Freezeout Option. Najdeno 3. oktobra 2010 na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=217511>
13. Günther K. (2005, februar). Why Germany needs shareholder reform. Najdeno 9.septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.mwe.com/info/pubs/germany0205.pdf>
14. Hamermesh L.A., & Wachter M.L. (2009). Rationalizing Appraisal Standards in Compulsory Buyouts. Najdeno 20 septembra na spletnem naslovu <http://lawdigitalcommons.bc.edu/bclr/vol50/iss4/3>
15. Hankir Y. (2007, december). Business (De-)Valuation - How German Corporations lost more than 15 Percent of Equity Value over Night. Najdeno 9.septembra 2010 na spletnem naslovu <http://ssrn.com>
16. Hermalin B., & Schwartz A. (1996). Buyouts in Large Companies. *The Journal of Legal Studies*, 25(2), 351-370
17. IDW Standard: Principle for the Performance of Business Valuations. (2008). Idw-Verlag GmbH.
18. Kunovar B. (2009). Iztisnitve Manjšinskih delničarjev v Sloveniji. *Zbornik 12. letne konference ocenjevalcev vrednosti* (str. 107-121). Rogaška Slatina: Slovenski inštitut za revizijo.
19. Matthews E.G. (2008). Misuse of Control Premiums in Delaware Appraisals V Manson A. (ur.), *BVR's guide to fair value in shareholder dissent, oppression, and marital dissolution* (str. 211-231). Portland: Business Valuation Resources, LLC.
20. Moll D.K. (2004). Shareholder Oppression & »Fair Value«: of Discounts, Dates, and Dastardly deeds in the close corporation. Najdeno 5. oktobra 2010 na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=532782>
21. Pisk T. (2008). *Iztisnitev in izstop manjšinskih delničarjev iz družbe* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
22. Pratt S.P., Reilly R.F., & Schweihs R.P. (2000). *Valuing a Business: The analysis and appraisal of closely held companies*. (Fourth edition). United States of America: The McGraw-Hill Companies, Inc.

23. Praznik B. (2004). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
24. Praznik B. (2007). *Ocenjevanja vrednosti za Namene, ki so povezani z določbami Zakona o gospodarskih družbah*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
25. Reilly R.F., & Schweihs R.P. (2000). *Handbook of Advanced Business Valuation*. United States of America: The McGraw-Hill Companies, Inc.
26. Reilly F.K. (2003). *Investment Analysis and Portfolio Management*, 7th ed. Najdeno 13. oktobra 2010 na spletnem naslovu <http://www.scribd.com/doc/6221261/Investment-Analysis-and-Portfolio-Management-By-Reilly-Brown-7Th-Edt>
27. Ustavno sodišče RS (2009, oktober). Odločba US; U-I-165/08-10. Najdeno 20. oktobra 2010 na spletnem naslovu [http://odlocitve.us-rs.si/usrs/us-odl.nsf/0/9bbaae7092ba4124c1257655003ecdfb/\\$FILE/U-I-165-08, %20Up-1772-08, %20Up-379-09.pdf](http://odlocitve.us-rs.si/usrs/us-odl.nsf/0/9bbaae7092ba4124c1257655003ecdfb/$FILE/U-I-165-08,%20Up-1772-08,%20Up-379-09.pdf)
28. Slovenski inštitut za revizijo. (2007). *Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti. MSOV*. Najdeno 2. oktobra 2010 na spletnem naslovu <http://www.si-revizija.si/ocenjevalci/dokumenti/MSOV-2007-SLO.pdf>
29. Stevelman F. (2009, Julij). *A Fair Price and A Fair Deal: On the Future of »Entire Fairness« in Freezeouts*. Najdeno 28. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=1431992>
30. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 42/2006, 60/2006 popr., 26/2007-ZSDU-B, 33/2007-ZSReg-B, 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 10/2008, 68/2008, 23/2009 Odl.US: U-I-268/06-35, 42/2009, 65/2009-UPB3, 83/2009 Odl.US: U-I-165/08-10, Up-1772/08-14, Up-379/09-8, 33/2011.
31. Zakon o prevzemih. *Uradni list RS* št. 79/2006, Ur.l. RS, št. 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 1/2008, 68/2008, 35/2011.

PRILOGA

Priloga 1: Časovnica iztisnitve v Nemčiji

Dan	Datum	Aktivnost	Pojasnilo
1	X - 5 mesecev	Glavni delničar ("delničar") se odloči za začetek postopka iztisnitve.	
		Delničar pošlje upravnemu odboru družbe pisno zahtevo o začetku postopka iztisnitve.	
		Izračun zahtevane kvote (95 %) delničarjevega osnovnega kapitala.	Kvota se izračuna na podlagi naslednje formule: Kvota = (vrednost delnic delničarja/ osnovni kapital družbe) * 100
		Začetek pridobivanja finančnih sredstev za denarno nadomestilo. Začetek pogovorov z banko, ki bo delovala kot plačilni zastopnik in ki bo sprejela ter izvedla prenos delnic od manjšinskih delničarjev na depozitarno banko delničarja.	
		Preveritev ali iztisnitev sproži davek na promet nepremičnin.	Če je družba lastnik nepremičnine v Nemčiji, se prenos le 95 % delnic na pridobitnika smatra kot obdavčljiv prenos lastništva nad imetjem.
30	X - 2/4 mesecev	Predhodno vrednotenje podjetja s strani strokovnjaka, ki ga imenuje družba.	
		Prvi osnutek poročila o prenosu.	Delničar mora na skupščini delničarjev predložiti poročilo o prenosu, v katerem so določeni pogoji prenosa in je pojasnjena upravičenost denarnega nadomestila.
60	X - 3/4 mesecev	Delničar predloži vlogo okrajnemu sodišču, da izbere in imenuje revizorje.	Delničar lahko predlaga revizorje.
	X - 2/3 mesecev	Okrajno sodišče imenuje revizorje.	
		Revizorji pričnejo z vrednotenjem podjetja.	V praksi imenovani revizorji sodelujejo z družbo in s strokovnjaki.
90	X - 2 meseca	Prvi osnutek revizorjevega poročila.	
		Prvi osnutek sklepa o prenosu.	Sklep o prenosu mora biti potrjen na skupščini delničarjev.
		Zbir dokumentov mora biti na ogled v prostorih družbe od sklica skupščine delničarjev kot tudi na sami skupščini delničarjev.	Upravnemu odboru se predloži izjava banke, v kateri jamči plačilo denarnega nadomestila manjšinskim delničarjem ob prenosu delnic.
119		S strani delničarja namerna javna objava načrtovane iztisnitve.	Namerne objave morajo izvesti le družbe, ki kotirajo na borzi. Če je delničar kotirajoča družba, mora objaviti načrtovano iztisnitev v namerni javni objavi.
120	X - 1 mesec	Sklic skupščine delničarjev družbe.	Sestanek mora sklicati upravni odbor družbe. Sklic mora biti izveden vsaj en mesec pred datumom skupščine delničarjev.
150	X	Na skupščini delničarjev se potrdi sklep o prenosu.	
151	X + 1 dan	Upravni odbor predloži vlogo za vpis spremembe v poslovni register.	
180	x + 1 mesec	Vpis spremembe v poslovni register.	Z vpisom v poslovni register postane iztisnitev pravnomočna.
		Izplačilo denarnega nadomestila manjšinskim delničarjem za prenos delnic na delničarja.	

X = datum skupščine delničarjev

Vir: Ashurst, *Timetable for a squeeze out under the german act on Public Limited Companies, 2004.*