

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**MENEDŽERSKI ODKUPI PODJETIJ S Poudarkom NA
PRIMERU BTC**

Ljubljana, april 2003

ŠPELA SRAKAR

IZJAVA

Študent/ka _____ izjavljam, da sem avtor/ica
Tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom

_____, in dovolim objavo diplomskega
dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____.

Podpis:

KAZALO

1.	UVOD	1
2.	MENEDŽERSKI ODKUPI (MBO)	2
2.1.	NAJPOGOSTEJŠE VRSTE ODKUPA PODJETJA	3
2.2.	RAZLOGI MENEDŽERSKEGA ODKUPA	4
2.3.	ZAKAJ IZBRATI RAVNO MENEDŽERSKI ODKUP?	4
2.4.	KDAJ IZVESTI MENEDŽERSKI ODKUP	5
2.5.	FINANCIRANJE MBO-JEV	5
2.6.	AKTERJI PRI MENEDŽERSKEM ODKUPU	7
2.7.	POSLEDICE NAPOVEDI MENEDŽERSKEGA ODKUPA	8
2.8.	MOŽNOSTI PRIDOBIVANJA LASTNIH DELNIC KOT OBRAMBA PRED PREVZEMOM	9
2.9.	PROBLEM AGENTOV	10
2.10.	OPCIJSKO NAGRAJEVANJE.....	11
2.11.	LASTNOSTI USPEŠNEGA ODKUPA.....	12
3.	MBO V EVROPI	12
4.	MBO V SLOVENIJI	14
4.1.	KAKO JE PRIVATIZACIJA VPLIVALA NA MBO V SLOVENIJI?	15
4.2.	ZAKON O GOSPODARSKIH DRUŽBAH V SLOVENIJI	17
4.2.1.	<i>Viri za oblikovanje sklada lastnih delnic</i>	17
4.3.	VLOGA NADZORNEGA SVETA	18
5.	DAVČNI VIDIK MENEDŽERSKEGA ODKUPA PODJETJA	19
5.1.	DAVČNO NAČRTOVANJE	19
5.2.	OBDAVČITEV KAPITALSKIH DOBIČKOV	21
5.3.	DAVČNE POSLEDICE ZA DRUŽBO TARČO	21
5.4.	DAVČNE SPODBUDE ZA MBO-JE V SLOVENIJI.....	22
6.	BTC	23
6.1.	PREDSTAVITEV PODJETJA.....	23
6.2.	BTC-JEVA ZGODBA.....	24
6.2.1.	<i>Natančnejši potek MBO-ja</i>	25
6.3.	AKTERJI BTC-JEVEGA MENEDŽERSKEGA ODKUPA.....	28
6.3.1.	<i>Družba pooblaščenka Ajdacom</i>	29
6.3.2.	<i>Podjetje Invest Point</i>	30
6.3.3.	<i>BTC: Nakup lastnih delnic</i>	30
6.4.	POMOČNIKI MENEDŽERSKEGA ODKUPA	31
6.5.	RAČUNOVODSKI IZKAZI BTC-JA ZA LETO 2001 (NEREVIDIRANI) IN UGOTOVITVE, KI SLEDIJO IZ IZKAZOV	31
6.6.	VLOGA NADZORNEGA SVETA PRI PRIMERU BTC.....	32
6.7.	PRAVNI PROBLEMI	34
6.8.	IZPODBOJNA TOŽBA PREDSEDNIKA NADZORNEGA SVETA IVANA NERADA.....	36
6.9.	NEETIČNOST BTC-JA	36
7.	DRUGA PODJETJA V SLOVENIJI Z ODLOČILNIM DELEŽEM NOTRANJIH LASTNIKOV	37
7.1.	PRIMER MERCATOR	38
7.1.1.	<i>Vloga nadzornega sveta pri Mercatorju</i>	38
7.2.	PRIMER GV SKUPINA	39
8.	SKLEP	39
9.	LITERATURA	41
10.	VIRI	43

1. UVOD

Menedžerski odkupi so v Evropi pogost pojav, medtem ko se pri nas šele pojavljajo. Izhodišče za menedžerske odkupe je bilo delno opredeljeno že z zakonom o lastninskem preoblikovanju podjetij. Ta je opredeljeval notranji odkup s strani zaposlenih in menedžmenta kot del oblike lastninjenja podjetij. Ob slovenski razdelitveni privatizaciji in notranjem odkupu so zaposleni in bivši zaposleni v mnogih podjetjih pridobili okrog polovice lastništva družbenih podjetij. V teh podjetjih se je ta delež kar obdržal ali z odkupom od državnih skladov celo povečal. Med notranjimi lastniki pa se je povečalo predvsem lastništvo menedžmenta. Vsekakor je v podjetjih, ki so bila privatizirana tudi z notranjim odkupom, več možnosti za izvedbo menedžerskega odkupa. Zakaj? V začetni fazi lastninjenja so bile delnice podjetij podcenjene, kar je omogočilo odkup večjega števila delnic tako s strani zaposlenih kot tudi s strani menedžmenta z nižjimi finančnimi sredstvi. Z rastjo podjetja narašča tudi vrednost delnic, kar pomeni, da je treba za izvedbo menedžerskega odkupa zagotoviti bistveno večja finančna sredstva. V Sloveniji je bil prvi odmevnejši menedžerski odkup v podjetju BTC. Ta je dobesedno »oral ledino«, kar za slovenske razmere ni lahko, saj so mu vedno znova očitali neetičnost. Moje mnenje je, da menedžerski odkupi lahko samo pripomorejo k večji učinkovitosti slovenskega gospodarstva.

Namen naloge je s pomočjo znanstvene in strokovne literature proučiti področje menedžerskih odkupov na splošno, v nadaljevanju pa proučiti praktičen primer podjetja BTC, predvsem z vidika zakonodaje. V nalogi želim poudariti, da so odkupi, če so izpeljani transparentno in korektno, zelo učinkovita oblika prestrukturiranja podjetij in koncentracije lastništva.

Prvi del diplomske naloge sem posvetila teoretičnemu delu menedžerskih odkupov. Hotela sem predstaviti, kaj sploh menedžerski odkup pomeni, zakaj se podjetja odločajo ravno za tako obliko spremembe lastništva oz. pri nas za tako obliko lastninjenja podjetja. V drugem delu sem hotela poudariti prakso v Evropi in prakso pri nas. Predvsem sem hotela prikazati, kaj nam v Sloveniji dopuščajo oz. onemogočajo zakoni. Zadnji del diplomske naloge pa sem posvetila praktičnemu primeru menedžerskega odkupa podjetja BTC. Hotela sem predstaviti natančen potek *MBO*-ja v BTC-ju, z vsemi pozitivnimi in negativnimi posledicami. Da pa primer BTC ni ostal osamljen, sem omenila tudi Mercatorjev še neizpeljani plan notranjega odkupa. Omembe vredno je bilo tudi podjetje GV Skupina, ki je dokaj preprosto prišel do nove lastniške strukture. Sedem glavnih poslovnežev v GV Skupini je zastavilo svoje premoženje ter pridobilo približno polovični delež tega podjetja.

2. MENEDŽERSKI ODKUPI (MBO)

Menedžerski odkup (MBO – Management buyout, v nadaljevanju MBO) je oblika prevzema podjetja s strani menedžmenta z zadolžitvijo (LBO, Leveraged buyout) na podlagi zastave premoženja podjetja in/ali zastave osebnega premoženja podjetja. Menedžerski odkup je v bistvu oblika LBO, ki se jo uporablja za prenos lastništva podjetja. Menedžerski odkupi se financirajo predvsem z inštrumenti zadolževanja (The Mirus Online Newsletter, 2002). Z drugimi besedami se menedžment podjetja – kupec zadolži z namenom, da od lastnikov kupi deleže v podjetju oziroma delnice.

O odkupu podjetja z zadolžitvijo lahko govorimo tudi v povezavi s preoblikovanjem odprte delniške družbe v zaprto (Bešter, 1996, str. 38). To je proces, v katerem se družba, ki kotira na borzi, znajde v rokah manjšega števila večjih lastnikov, ki družbo umaknejo iz borzne kotacije. V tem primeru govorimo o zasebni oz. zaprti delniški družbi. Delnice zasebne delniške družbe pristanejo v rokah manjšega števila investorjev, med katerimi ima pogosto velik delež lastništva tudi menedžment omenjene družbe. Običajno se pri preoblikovanju odprte delniške družbe v zaprto uporablja LBO oziroma njegove izvedenke.

Leveraged buyout (v nadaljevanju LBO) je izraz, s katerim mislimo na finančno operacijo, prek katere določena holding družba oz. kakšna družba, ki jo ad hoc ustanovijo pobudniki operacije (vmesna družba), odkupi delnice druge družbe (družbe tarče). Financiranje navedene operacije temelji na (pričakovani) sposobnosti družbe tarče, da ustvarja dobiček oziroma denarni tok. Predmet odkupa so lahko delnice družbe tarče ali – če je to mogoče – njeno premoženje. Po tej fazi nastopi združitev s pripojitvijo med vmesno družbo in družbo tarčo. Značilnost LBO je v tem, da družba, ki namerava kupiti družbo tarčo, ustanovi vmesno družbo; vmesna družba, ki je v stoodstotni lasti matične družbe, pridobi kapital s strani banke ali druge finančne organizacije, ki bo posojilo dobila vrnjeno na podlagi denarnega toka družbe tarče. Pri vsem tem je najpomembnejše, da je pri vseh variantah LBO prav dolžnik subjekt, ki je bil kupljen, in ne – kot ponavadi – subjekt, ki kupuje, saj po združitvi cena nakupa bremeni prav premoženje družbe tarče. Druga zanimivost navedene operacije je, da kupec potrebuje malo kapitala za nakup družbe tarče, če upoštevamo, da od nje pričakuje dobiček, s katerim bo plačal zajamčeno financiranje. Na kratko: LBO je prijem oz. tehnika financiranja, ko kupec uporabi dolg za financiranje prevzema izbranega podjetja, pri čemer mislimo na prevzeme javnih delniških družb, izpeljane z namenom, da te postanejo zasebne (nejavne, zaprte). Največkrat LBO izvede manjša skupina vlagateljev ali en sam kupec, ki prevzame celoten kapital in ga umakne z organiziranega trga (Varanelli, 2001, str. 356).

Management buyout je najbolj tipična različica klasičnega LBO. O njem govorimo takrat, ko menedžer ali skupina menedžerjev, ki nameravajo kupiti družbo, v kateri opravljajo

svoje delo, predloži pobudo za nakup družbe tarče. Če pa pobudo za odkup družbe dajo menedžerji zunaj družbe tarče, gre za varianto *Management buyin*.

V *MBO* je udeleženi več oseb. Na eni strani prevzemniki (kupci), na drugi strani prodajalci, poleg teh dveh še banka, ki financira *MBO*, v večini primerov pa tudi sklad, ki prevzemnikom pomaga financirati izvedbo *MBO*. *MBO* lahko izvedejo neposredno fizične osebe (prevzemniki) ali vmesna družba, ki jo za potrebe prevzema družbe tarče ustanovijo prevzemniki.

Idealen kandidat za odkup z zadolžitvijo so torej podjetja, ki poslujejo stabilno, imajo majhne možnosti za rast in so sposobna ustvarjati precejšnje denarne tokove.

Pri večini odkupov s strani menedžmenta gre za kreditne odkupe, ki se pojavljajo v dveh skrajnih, osnovnih variantah (Antončič, 1992, str. 2):

- a) odkupi podjetij s strani obstoječih menedžerjev s pomočjo finančnih institucij (*management buyouts*) in
- b) odkupi podjetij s strani zunanjih menedžerjev s pomočjo finančnih institucij (*management buyins*).

2.1. Najpogostejše vrste odkupa podjetja

Odkupe lahko glede na akterje, ki spodbujajo operacijo, delimo na:

- 1. odkup s strani institucionalnega investitorja** (investitor led buyout) pomeni nakup ciljnega podjetja oziroma divizije večjega podjetja s strani večjega institucionalnega investitorja oziroma sklada tveganega kapitala (Wright, Robbie, 1996, str. 691);
- 2. menedžerski odkup podjetja** (management buyout) pomeni, da menedžment financira odkup pretežno z dolžniškimi viri, ki si jih izposodi večinoma s kombiniranjem najetih kreditov in tveganega kapitala (Wright, Robbie, 1996, str. 691);
- 3. odkup podjetja s strani zunanjega menedžmenta** (management buyin) je podoben menedžerskemu odkupu podjetja, vendar gre v tem primeru za ponudbo za nakup ciljnega podjetja s strani zunanjega menedžmenta, se pravi menedžmenta, ki ni zaposlen v ciljni družbi.

2.2. Razlogi menedžerskega odkupa

Najpogostejši viri, ki povzročijo izvedbo menedžerskih odkupov podjetja, so (Milivojevič, 2002, str. 10, 11):

1. *preoblikovanje odprte delniške družbe v zaprto.* S tem se izognemo sovražnemu prevzemu. Odprte delniške družbe morajo v skladu z zakonodajo natančno obveščati delničarje o svojem poslovanju, kar povečuje stroške. Delniška družba mora javno objavljati četrtna in letna poročila o ustvarjanju dobička, kar pomeni, da konkurenti pridobijo dragocene informacije;
2. *konglomeratna korporacija proda del podjetja, da pridobi sredstva za prevzem drugega podjetja ali za zmanjšanje kapitala;*
3. *upokojitev lastnikov družinskega podjetja.* Dejavnost želijo prepustiti ljudem, ki jim zaupajo;
4. *velika korporacija se strateško preusmeri.* Menedžment določi drugačne strateške smernice in naenkrat del korporacije izpade iz osnovne dejavnosti podjetja;
5. *potreba po korporacijskem prestrukturiranju;*
6. *privatizacija podjetja v državni lasti.*

2.3. Zakaj izbrati ravno menedžerski odkup?

Svoboda, nadzor nad podjetjem, nagrade in celo tveganje naredijo zamisel, biti na čelu lastnega podjetja, zagotovo privlačno. Zagotovo je največji motiv možnosti ustvarjenja privlačnega finančnega donosa (Petrič, 2002, str. 4).

Motivi, ki vodijo menedžerje v tak odkup (Antončič, 1992, str. 2):

- možnost samostojnega vodenja podjetja,
- lastne razvojne možnosti in
- možnost prirastov kapitala.

Od menedžerjev – lastnikov je pričakovati, da bodo vložili več truda v inovativne projekte, saj je sedaj poleg človeškega tudi finančni kapital. Pričakovati je, da je uspešnost podjetja večja tam, kjer so menedžerji hkrati tudi lastniki, kot tam, kjer so menedžerji samo ravnalci.

Motivi menedžmenta so lahko vezani tudi na ohranjanje delovnih mest, priložnosti, ki jih zaradi oblike lastništva niso mogli izkoristiti, osvoboditev od restriktivnega lastniškega nadzora in pravil trga vrednostnih papirjev ter izogibanje sovražnemu prevzemu.

2.4. *Kdaj izvesti menedžerski odkup*

Dejavniki, ki lahko vplivajo na potencialni menedžerski odkup:

- podcenjenost delnic;
- nizka zadolženost podjetij (npr. izvedba menedžerskega odkupa oz. plačilo kupnine z zadolžitvijo podjetja);
- podjetje z visokim denarnim tokom, vezanim v likvidne naložbe (npr. izvedba menedžerskega odkupa oz. financiranje odkupnine s prodajo naložb);
- koncentracija lastništva v rokah menedžerjev;
- donosno poslovanje podjetja po prevzemu v smislu sposobnosti podjetja za odplačevanje posojil.

Na podlagi poslovnega načrta lahko ugotovimo, ali se menedžerski odkup v danem trenutku splača ali ne. Pri odkupu družbe tarče je pomembna ocenitev možnosti, da ta v določenem času ustvarja dobiček, ki bo namenjen za plačilo dolgov, nastalih z njenim odkupom. Ocenitev možnosti je izkazana v poslovnem načrtu, iz katerega je razviden finančni in premoženjski položaj družbe tarče po njenem odkupu. Torej namen poslovnega načrta je, da pobudnikom in investitorjem omogoča jasen in širok pregled možnosti in tveganja menedžerskega odkupa v konkretnih primerih.

Podatki, ki jih ponavadi vsebuje poslovni načrt (Varanelli, 2001, str. 357):

- podatki o menedžmentu;
- prikaz tržne strategije in delovanja družbe po odkupu; prikaz blaga in storitev, ki so predmet družbene dejavnosti, in velikosti celotnega trga;
- prikaz vseh preteklih finančnih podatkov ter pričakovanih izidov (prihodki, odhodki, likvidnost, letni obračun družbe tarče) zadnjih let.

Poslovni načrt je zelo pomembno sredstvo, ki skuša pomagati ponudnikom in financerjem pri odločanju o nakupu ter izbiri najprimernejše oblike financiranja.

2.5. *Financiranje MBO-jev*

Kot smo videli, je za operacije LBO v nasprotju z navadnim nakupom poslovnega deleža oziroma delnic družbe značilno, da pri njej kupec ne potrebuje velikanskih finančnih sredstev. Drugače rečeno, kupec lahko družbo kupi z zmanjšano vsoto kapitala, ker poskuša izkoristiti sposobnost zadolžitve družbe tarče; dolg družbe, ki igra vlogo kupca, pa je poravnan po nakupu družbe tarče s prenosom dobička na financerja oziroma (redkeje) s pridobljenimi sredstvi, nastalimi z odtujitvijo posamezne neuporabne podjetniške opreme (na primer strojev). V ZDA je sposobnost zadolžitve družbe tarče opredeljena kot notranje

financiranje, saj je neto denarni tok vir, s katerim pobudniki operacije lahko izplačujejo dolg financerjev.

Zunanje financiranje predvideva posredovanje zunanjih financerjev, ki so v praksi definirani z angleškima izrazoma: *senior lenders* in *subordinate lenders*. S *senior lenders* mislimo na glavne financerje (po navadi banke ali finančne organizacije). *Senior lenders* se delijo na tiste, ki zahtevajo jamstvo za financiranje, in tiste, ki tega ne zahtevajo. Prvi zahtevajo, da mora imeti premoženje družbe tarče (real property in equipment) visoko stopnjo likvidnosti in da morajo obstajati še dodatna jamstva (na primer poroštvo tretjih oseb). Drugi so tisti financerji, ki brezpogojno verjamejo v sposobnost družbe tarče, da ustvarja dobiček. V slednjem primeru gre torej za tvegana posojila s strani banke ali finančne družbe, ki ima kot protiutež pridobitev dela delnic družbe tarče ali pridobitev drugih premoženjskih pravic v razmerju z družbo. *Subordinate lenders* so po navadi velike finančne družbe, zavarovalnice ali razni skladi, ki prispevajo dolgoročna finančna sredstva in dobivajo nazaj sredstva samo potem, ko so v celoti izplačani glavni financerji (zato se tudi imenujejo *subordinate lenders*). Medtem ko *senior lenders* kot glavni financerji dobijo prvi in dobijo več, ker tudi več tvegajo, *subordinate lenders* dobijo manj in dobijo potem, ko so bili izplačani *senior lenders*, vendar imajo stvarne (zastavne) pravice na premoženju družbe tarče ter druga jamstva za izplačilo svoje terjatve (Varanelli, 2001, str. 400).

MBO je izveden na račun sredstev, izposojenih z zastavo premoženja podjetja oz. pravne osebe kot celote, pogosto pa posojilodajalec zahteva tudi zastavo osebnega premoženja menedžmenta. Zato menedžerji z izvedbo odkupa prevzemajo visoko tveganje. Potencialna precenjenost delnic lahko na dolgi rok vodi do nezmožnosti odplačila prejetih posojil. Vsakršen namig, da obstaja možnost menedžerskega odkupa, pomeni naraščanje cene delnic med napovedjo za prevzem ter samo izvedbo, končni rezultat pa je nižja cena delnic po izvedenem odkupu.

Skupni obseg financiranja vsebuje:

- odkupno ceno,
- stroške transakcije,
- stroške potrebnega refinanciranja obstoječih kreditov in
- stroške financiranja ukrepov prestrukturiranja.

Lastniški kapital pri odkupih večinoma prispevajo:

- finančni investitorji,
- menedžment in
- zaposleni.

Oblikovalec finančne strukture odkupa podjetja s strani menedžmenta ima na razpolago celo paleto različnih instrumentov (glej Tabela 1, na str. 7).

Tabela 1: Instrumenti pri oblikovanju finančne strukture

KREDIT	<ul style="list-style-type: none"> • zavarovan dolg • nezavarovan dolg • neprenosen tvegani dolg
KREDIT ALI LASTNIŠKI KAPITAL	<ul style="list-style-type: none"> • zamenljiv dolg • delno zamenljiv dolg • dolg z opcijskimi pravicami
NE KREDIT IN NE LASTNIŠKI KAPITAL Z GLASOVALNO PRAVICO	<ul style="list-style-type: none"> • prednostne delnice
LASTNIŠKI KAPITAL	<ul style="list-style-type: none"> • navadne delnice • participativne in (ali) zamenljive prednostne delnice • garancije (opcije za podpis delnic)
LASTNIŠKI KAPITAL Z ODLOGOM	<ul style="list-style-type: none"> • delnice z odlogom • zamenljive delnice z odlogom

Vir: De Caires, 1988, str. 107.

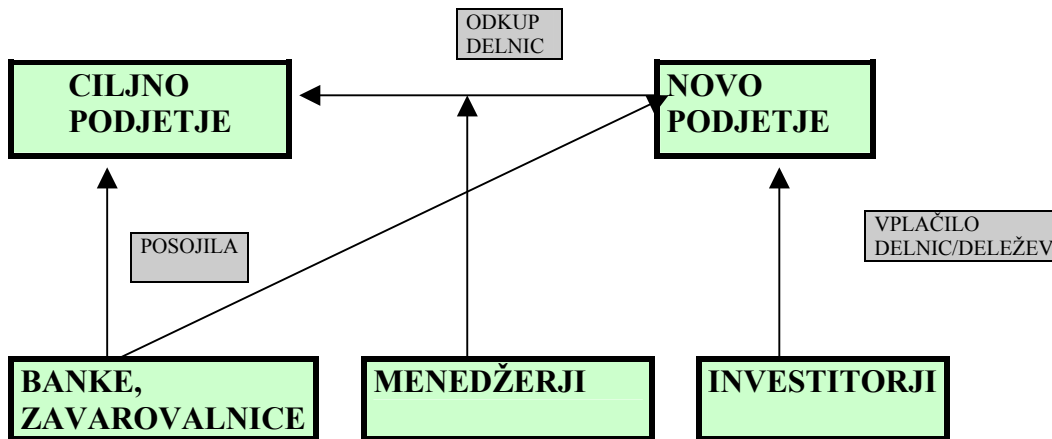
2.6. Akterji pri menedžerskem odkupu

Kdo so akterji menedžerskega odkupa in kakšne so povezave med njimi (glej Sliko1, na str. 8):

1. **prodajalec**, ki je lastnik podjetja; v Sloveniji poteka proces konsolidacije lastništva, t. j. koncentracije lastništva v rokah manjšega števila lastnikov. Za podjetja je značilna diverzificiranost lastništva, tarča prevzema so podjetja brez strateških lastnikov v lastniški strukturi;
2. **ciljno podjetje**, ki je tarča prevzema oz. katere delnice so predmet odkupa;
3. **ново podjetje in menedžment podjetja**; ustanovijo ga menedžerji z namenom nakupa ciljnega podjetja;
4. **investitorji**, ki z nakupom delnic novega podjetja financirajo menedžerski odkup v ciljnem podjetju;
5. **banke, zavarovalnice oz. druge finančne institucije**, ki so pripravljene posojati denar za financiranje tovrstnega odkupa.

Pri odkupih podjetja s strani menedžmenta sodelujejo v pogajanjih trije glavni akterji: menedžment, prodajalec in finančne institucije. Najpomembnejše področje pogajanj je odkupna cena, ki je najbolj odvisna od vrednosti podjetja. Menedžmentu so lahko pri pogajanju v veliko pomoč neodvisni svetovalci, ki nastopajo kot stabilizator med menedžmentom, prodajalcem in finančnimi institucijami.

Slika 1: Shematski prikaz potencialnih povezav



Vir: De Caires, 1988, str. 96.

2.7. Posledice napovedi menedžerskega odkupa

Po pravilu se trg na napovedi **MBO** tudi najmočneje odzove. Cene podjetij se dvignejo tako med samo napovedjo in potekom odkupovanja kot tudi po koncu **MBO**, če podjetja vseeno ostanejo na borzah.

Skozi **MBO** menedžerji trgu pošljejo svoje "notranje" informacije o "pravi" vrednosti premoženja, ki ga imajo v lasti, in predstavijo tudi svoj pogled na pravo vrednost prihodnjih poslovnih priložnosti. Skrivnost signaliziranja je v verodostojnosti signala. Ta mora biti za tistega, ki želi signalizirati, drag in "boleč", sicer se mu ne verjame in ga trg kaj hitro označi za prazno blebetanje. Bolečina in cena signaliziranja **MBO** sta v povečani izpostavljenosti tveganju menedžerjev, ki je posledica zmanjšane možnosti za razpršitev njihovega premoženja. Ceno za nepravilno signaliziranje tako plačajo menedžerji sami. Trg ceni in nagraduje tovrstno signaliziranje informacij in smelost menedžerjev.

Za uspele **MBO** je pozitiven tržni odziv običajno stalen. Uspešni **MBO** tako pomenijo razmeroma "permanentno" premikanje cene podjetja na novo, višjo raven. Navadno hitremu naraščanju cene med napovedjo in izvedbo **MBO** sledi manjši upad cene delnic po koncu postopka, neto učinek pa je praviloma pozitiven. Skupen pozitiven tržni odziv se običajno pojasnjuje z dvema hipotezama: informacijski oziroma signalni vidik, ki govori o podcenjenosti podjetja v času napovedi in izpeljave prevzema, in kontrolni vidik, ki govori o boljšem upravljanju podjetja po prevzemu. Menedžerji, ki imajo večji delež, naj bi bolje menedžirali podjetja, ki jih vodijo, saj so njihovi motivi bolj usklajeni z motivi preostalih lastnikov.

2.8. *Možnosti pridobivanja lastnih delnic kot obramba pred prevzemom*

Z nakupom lastnih delnic se zmanjša celota razpršenega lastništva delnic in s tem tudi nevarnost ponudbe za prevzem. Namesto da nezaželeni ponudnik izvede sovražni prevzem, lahko menedžment nakupi od preostalih delničarjev toliko delnic, da je prevzem s strani sovražnika izključen. Nakup lastnih delnic je v ZDA dovoljeno in pravno uporabno sredstvo za preprečevanje prevzemov. Namen tega obrambnega mehanizma je zmanjšati razliko med borznim tečajem in notranjo vrednostjo podjetja kot razlogom za prevzem in hkrati s tem podražiti prevzem ali zmanjšati število delnic, ki jih je mogoče pridobiti s ponudbo.

Takšen nakup je mogoče izvesti:

- z nakupi na borzi (open market repurchases): tukaj družba javno napove, da bo v daljšem časovnem obdobju kupovala manjše količine delnic na organiziranem trgu. Pri tem pridobiva delnice po borzni ceni anonimno in brez kontrolne premije;
- z javno ponudbo za vse delničarje (self tender offers): tukaj družba ne kupuje na sekundarnem trgu, temveč svojim delničarjem javno ponudi odkup njihovih delnic za ceno, ki je nad borznim tečajem.

Zoper takšno ponudbo za nakup lastnih delnic se sovražna ponudba za prevzem ne more uveljaviti. Menedžment ciljne družbe lahko teoretično – za tiste delnice, ki jih potrebuje, da prepreči spremembo kontrole, ponudi ceno v višini vrednosti celotnega podjetja. V pravnem pogledu enačijo nakup lastnih delnic kot razdelitev premoženja ciljne družbe oziroma kot posebno obliko dividende za delničarje in veljajo zanj tudi predpisi o izplačilu dividend (Samec, 2001, str. 378).

Gospodarski pomen je v ohranjanju tečaja, da se prepreči razhajanje med borznim tečajem in notranjo vrednostjo delnice. Vprašanje dopustnosti teh mehanizmov je treba presojati z vidika načela ohranjanja osnovnega kapitala, ker pomeni nakup lastnih delnic izplačilo lastniškega kapitala in zato tudi njegovo zmanjšanje. Kljub tej problematiki pa je po ameriškem pravu družb nakup lastnih delnic v velikem obsegu mogoč, ni pa mogoče govoriti o enotni ureditvi, ker je pravo družb v pristojnosti zakonodaje posameznih držav.

Odbor direktorjev, ki odloča o pridobivanju lastnih delnic, odloča tudi, ali se pridobljene delnice razveljavijo ali pa naj kot treasury shares služijo nadaljnji unovčitvi družbe. V zadnjem primeru delnice nimajo glasovalne pravice in drugih pravic iz delnic, dokler je družba imetnica, in na strani aktive se ne smejo bilancirati.

Družba lahko pridobiva lastne delnice, če je to opredeljeno v njenih pogodbenih aktih. Pridobivanje delnic je torej veljavno le, če je predvideno v statutu. Osnovna odločitev o pridobivanju lastnih delnic kakor tudi o pogojih pridobivanja je pri sprejemu v skupščini. Kadar pridobivanje poteka *prek borze*, zadostuje sprejem sklepa z navadno večino –

ordinary resolution, *pri prostem pridobivanju* pa se zahteva tričetrtinska večina – special resolution. Družba lahko pridobiva le popolnoma vplačane delnice, in sicer lahko uporabi za ta namen sredstva iz razdeljivega dobička (distributable profits) ali izkupiček iz povečanja kapitala, opravljenega za financiranje pridobitve (out of the proceeds of a fresh issue of shares made for the purposes of the redemption).

Sovražni prevzemnik pa lahko učinek morebitne pridobitve lastnih delnic predvidi, ker mora biti takšen sklep v 15 dneh predložen registratorju. Prav tako pa je treba v 28 dneh prijaviti pridobitev lastnih delnic skupaj z vsemi podrobnostmi.

Dvomljiv pa je obrambni učinek lastnih delnic – zaradi določb o ohranjanju osnovnega kapitala glede na ureditev v pravu družb – v Nemčiji in pri nas v Sloveniji. Dodatne možnosti se bodo verjetno odprle zaradi sprememb pri pridobivanju lastnih delnic – toda temeljna omejitev v dovoljenosti odstotka njihovega pridobivanja bo ostala.

Novost, ki jo zagotavlja 8. alineja prvega odstavka 240. člena ZGD, lahko uprava na podlagi pooblastila skupščine za nakup lastnih delnic, veljavnega največ 18 mesecev, pridobi v skupnem nominalnem znesku delnice do deset odstotkov osnovnega kapitala, kar dodatno omogoča družbi obrambo pred prevzemom. Če bo družba namreč predvidevala, da bo do prevzema prišlo, bo lahko hitro ukrepala.

V povezavi s to novostjo pa se bodo lahko zagotavljale tudi čiste delniške opcije. To pomeni, da bo na tej podlagi mogoče pridobivati lastne delnice in jih zagotoviti bodisi delavcem, članom uprave ali članom nadzornih svetov, s čimer si bo uprava zagotovila naklonjeno strukturo delničarjev.

2.9. Problem agentov

Gre za problem nadzora lastnikov nad podjetji oziroma menedžerji. Naloga menedžerjev je usklajevanje aktivnosti, ki maksimirajo tržno vrednost podjetja. Delničarji so lastniki, ki nosijo finančno tveganje. V zameno za to tveganje pa prejemajo nagrado, ki ponavadi pomeni povečanje tržne vrednosti enote vrednosti (Milivojevič, 2002, str. 7).

Do problema agentov največkrat pride takrat, kadar imajo menedžerji v podjetju le neznamen lastniški delež. Zaradi tega svoje delo opravljajo manj prizadevno, kot bi ga sicer, in pretirano izkoriščajo določene privilegije, kot so dragi luksuzni avtomobili in razkošno opremljene pisarne. Do podobnih zaostrovanj prihaja tudi v velikih podjetjih z zelo razpršeno lastniško strukturo, kjer mali individualni lastniki nimajo zadostne spodbude in potrebnih sredstev za izvajanje nadzora nad obnašanjem menedžmenta (Debeljak, 1996, str. 31).

Obstaja vrsta organizacijskih in tržnih mehanizmov, preko katerih je mogoče menedžerje, ki skrbijo predvsem za lastne koristi, kaznovati in jih stimulirati k dejanjem, ki bodo bolj v skladu z interesi lastnikov. Med njimi je treba omeniti različne sisteme nagrajevanja, kontrolno funkcijo trga menedžerjev in funkcijo sekundarnega trga kapitala, kjer se pritisk nad menedžmentom izvaja preko nizkih tržnih cen delnic. Kadar pa vsem omenjenim mehanizmom ne uspe rešiti oziroma obvladati problema agentov, pridobi pomen trg prevzemov. V tem smislu prevzemi torej predstavljajo mehanizem oziroma sredstvo nadzora v skrajni sili (Weston, Chung, Hoag, 1990, str. 202).

Vlogo agenta zavzamejo menedžerji, ki upravljajo premoženje drugih interesnih skupin. S tem ko interesne skupine dajo svoje premoženje v upravljanje agentom, zavzamejo vlogo principala in skušajo preprečiti ravnanje, ki jim ni v korist, kar pa povzroča določene stroške – t. i. stroške agentov.

Boljša zaščita investitorjev vsekakor pomeni nižje stroške agentov, zato je treba zaščititi tudi majhne delničarje z zakonodajo. To zaščito ureja Zakon o gospodarskih družbah.

2.10. Opcijsko nagrajevanje

Lahko rečemo, da so opcije nekaka vstopnica za MBO, ko menedžment preko opcijskega nagrajevanja pridobi primeren delež delnic, seveda, če so za to podani tudi drugi pogoji znotraj podjetja in v družbenem okolju. V Sloveniji je predvideno, da ob dodelitvi opcije upoštevana cena delnice ni nižja od povprečne tehtane tržne cene delnice na borzi v zadnjem letu pred dodelitvijo opcije oz. na ravni poštene revalorizirane knjigovodske vrednosti za firme zunaj borzne kotacije. Najkrajši predvideni rok za izvršitev opcije je najmanj pet let. Ker bo menedžer plačal čez pet let delnico po ceni, določeni na dan dodelitve opcije, se bo gotovo potrudil, da bo v tem obdobju z uspešnim poslovanjem podjetja zagotovil njeno veliko višjo vrednost, sebi pa zato premoženjsko korist. Opcijske sheme za nagrajevanje menedžmenta so pogosto sestavni del mehanizma za finančno participacijo zaposlenih in so pomembne, ko menedžment pri MBO računa tudi na zaveznitvo notranjih lastnikov. Brez državne naklonjenosti tu ne gre in v EU je tozadevnih državnih spodbud vse več. Ena izmed raziskav (Dublinska fundacija) v nad 4.600 podjetjih v EU je leta 1999 pokazala naslednje (Krašovec, 2002, str. 2):

- v blizu četrtini vseh podjetij imajo uvedeno za zaposlene tudi udeležbo na dobičku; ob državni davčni spodbudi;
- skoraj v desetini vprašanih podjetij je bolj ali manj razvito notranje lastništvo zaposlenih;
- obseg finančne participacije zaposlenih vseeno znaša le do pet odstotkov letne plače;
- manjša, družinska in podobna podjetja so temu manj naklonjena.

V praksi je tak način spodbujanja zaposlenih z dolgo tradicijo uveljavljen v Franciji in Veliki Britaniji, v zadnjem času pa sta obe državi sprejeli dodatne spodbudne ukrepe. Francija je edina, ki je že pred časom uzakonila obvezno udeležbo zaposlenih v dobičku v gospodarskih družbah z več kot petdeset zaposlenimi, s tem da mora biti izplačilo najmanj za tri leta odloženo, da je družba deležna davčnih olajšav. Sredstva odloženega plačila se lahko namensko uporabljajo za investicije v firmi, za naložbe v vrednostne papirje, v vzajemne sklade. Skupno lahko udeležba na dobičku zajema največ 20 odstotkov zneska letnih bruto plač zaposlenih, določen pa je tudi najvišji znesek, ki ga je lahko deležen posameznik (Krašovec, 2002, str. 2).

2.11. Lastnosti uspešnega odkupa

Uspešen odkup zahteva (De Caires, 1988, str. 143):

- sposobno, močno motivirano menedžersko ekipo, ki je prepričana, da je odkup možen, da je na razpolago dovolj finančnih sredstev in da se bo prodajalec hotel pogajati;
- da ima podjetje razvojne perspektive in je tudi donosno ali bo donosno v prihodnosti;
- da je podjetje sposobno poslovati neodvisno od svojih bivših lastnikov, sposobno servisirati dolgove in zagotavljati zadosten kapital za nemoteno poslovanje.

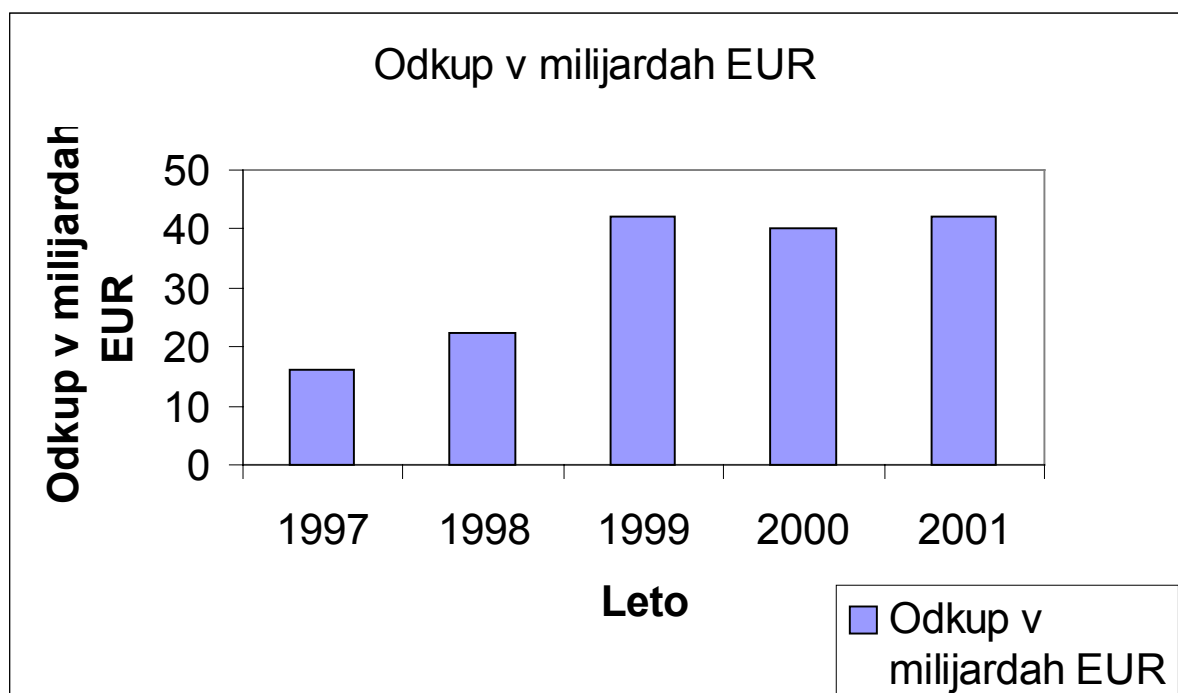
3. MBO V EVROPI

Menedžerski odkupi so se razvili na začetku osemdesetih let zlasti v Angliji, kasneje pa tudi v kontinentalni Evropi, vendar v manjšem obsegu. Anglija predstavlja najpomembnejši in največji odkupni trg v Evropi. Za angleški odkupni trg je značilen predvsem pomen skladov tveganega kapitala pri financiranju odkupnih poslov. Tvegani kapital se izkaže kot izjemno pomemben dejavnik, ki pripomore k hitremu in intenzivnemu razvoju odkupov. V zgodnjih osemdesetih letih dvajsetega stoletja je recesija v Angliji prisilila podjetja v prestrukturiranje prvotne organizacijske oblike. Prestrukturiranje pa je eden od glavnih virov za odkupe (Wright et al., 1991, str. 31).

Odkupi podjetij v Evropi, katerih različica je MBO, so se po letu 1995 močno razmahnil, četudi so se v zadnjih treh letih nekoliko umirili, vendar so na visoki ravni. Od leta 1998 do leta 2001 so pomembnejši specializirani investicijski skladi (tako imenovani sponzorji), ki jih pri nas ne poznamo, v te operacije na območju EU vložili več kot 120 milijard evrov (glej Sliko 2, na str. 13). Samo v Evropi jih je bilo med njimi zadnji dve leti skupaj 14 s po

več kot milijardo evrov kapitala (pa do več kot štiri milijarde evrov), zraven pa financira te posle na območju Evrope še desetina velikih ameriških skladov podobne moči. Najbogatejša skupina so skladi Apax, Schroder, BC Partners, CVC, TPG, Blackstone in CD & R s kapitalskim obsegom med 3,1 in 4,4 milijarde evrov. Skupaj z menedžmentom partnersko nastopajo v operacijah MBO in sami veliko tvegajo s ciljem, da veliko zaslužijo. Glede na tržne potrebe, se zelo naglo prilagajajo, nastajajo in ugašajo, njihova povprečna življenjska doba pa je dobrih pet let. Uporabljajo najprikladnejše načine in tehnike financiranja ter so tu zelo inventivni. Sodelujejo tudi pri MBO v jugovzhodni Evropi, kjer je bila prvi in zelo viden primer menedžerskega odkupa vodilna češka farmacevtska družba "Leciva", projekt pa je bil izpeljan ob sodelovanju ameriškega sklada Warburg Pincus. Ob skromni verjetnosti, da bi z lastnim kapitalom oblikovali podobne finančne hiše, kaže tudi v tujih skladih – sponzorjih iskati zaveznike za menedžerske odkupe podjetij v Sloveniji. Nadvse dobrodošlo pa bi bilo, če bi svoje menuje za MBO s ponudbo storitev in kapitala, lastnega in sindiciranega, dale na mizo tudi naše banke; tiste z domačimi in tiste s tujimi lastniki (Krašovec, 2002a, str. 26).

Slika 2: Obseg odkupa podjetij v Evropi (LBO), ki vključuje tudi MBO podjetij v obdobju 1997–2001



Vir: Krašovec, 2002a, str. 27.

Sodna praksa menedžerskih odkupov v Evropski uniji

Področje prava ES je globoko seglo v pravo gospodarskih družb držav članic. Druga evropska direktiva o usklajevanju prava gospodarskih družb z dne 13. decembra 1976, spremenjena z direktivo 92/101 z dne 23. novembra 1992, je med drugim določila nekatere stroge pogoje o prepovedi pridobivanja lastnih delnic, ki veljajo za vse delniške družbe v

okviru ES. Direktiva določa, da družba ne more dati posojila za odkup lastnih delnic niti zagotoviti njihovega odkupa (Varanelli, 2001, str. 361). Vprašanje, ki se tu zastavlja, je, ali družba tarča posredno ali neposredno omogoča pridobivanje lastnih delnic? Odgovor na to vprašanje ni preprost v nobeni državi, tudi za Slovenijo ne bo.

4. MBO V SLOVENIJI

MBO je ta čas in bo še vrsto let zelo aktualna tema v procesu lastninskega preoblikovanja podjetij. Je tudi ena izmed povsem legalnih možnosti konsolidacije lastniške strukture v slovenskih gospodarskih družbah, ki je zelo razpršena. Glavne značilnosti **MBO** v Sloveniji so, da imamo do sedaj razmeroma malo tovrstnih odkupov, da je večina **MBO** pri nas v bistvu menedžersko-delavski odkup in da so slabo razviti tozadevni finančni mehanizmi (Managerski odkup in opsijski delniški program, 2002).

Najvidnejša skupna točka razvitih kapitalskih trgov in našega so visoki stroški javnih delniških družb. Izpolnjevanje zahtev nadzornika trga požre veliko energije, časa in denarja predvsem manjšim podjetjem. V Sloveniji se že več let zavedamo, da bi se število delniških družb na organiziranem trgu moralo zmanjšati, večini družb s prostega trga pa bi se godilo bolje, če bi se prelevile v d.o.o. LBO bi bil zanimiv prijem, da do tega pridemo nekoliko hitreje.

Tako bi bili bolj podobni razvitim trgov, saj bi se z LBO prevzemala predvsem mala in srednje velika podjetja. Velika so izjema (razen ko gre za prevzeme posameznih divizij, hčerinskih družb holdingov, profitnih centrov in drugi strateških poslovnih enot). Mercator, če bi bil izpeljan tako, da bi postal zaprta d. d. v lasti ožjega kroga vodilnih, bi vsekakor sodil med tovrstna presenečenja.

Podobnost med slovenskim in ameriškim trgov je vsekakor tudi nagnjenost menedžmenta k pridobivanju osebnih koristi. Gre namreč za univerzalno nagnjenost, znano kot strošek agentov. Delničarji morajo vzeti v zakup, da imajo menedžerji svoje interese.

In kako zagotoviti denar za **MBO**? Večina visokega menedžmenta vidi možnost v kombinaciji osebnega kapitala in posojil domačih bank oziroma drugih finančnih ustanov (58 odstotkov v velikih, 60 v srednjih in 87 odstotkov v malih podjetjih). Le redki, in to samo v velikih družbah, računajo tudi na tuje finančne ustanove in še redkeje na tuje poslovne partnerje. Vsekakor bodo ta pojasnila zelo aktualna v prihodnje, saj je **MBO** kljub nesoglasju dela poslovne javnosti, ki meni, da je to nespodobno bogatenje glavnih v podjetju, pomembna možnost za konsolidacijo lastništva v slovenskih gospodarskih družbah (Krašovec, 2002b, str. 23).

4.1. Kako je privatizacija vplivala na MBO v Sloveniji?

Privatizacija je, preprosto povedano, prodaja javnih podjetij privatnemu sektorju. Pogosto se povsem pokriva z deregulacijo; ta pomeni zmanjšanje različnih omejitev, ki utesnjujejo svobodno tržno delovanje, in njen cilj je povečanje konkurenčne sposobnosti narodnega gospodarstva prek učinkovitejših privatnih podjetij. Po opravljeni privatizaciji podjetja poslujejo uspešneje, menedžerji so pri svojem delu svobodnejši, odprte so nove možnosti uveljavljanja na trgu in nove možnosti zaposlovanja.

Privatizacija se pogosto pojavlja tudi kot skupen naziv za program prestrukturiranja sodobnih gospodarstev. V razvitih gospodarstvih pomeni predvsem razvoj tržnih struktur, večje delovanje trga kapitala in prodajo javnih podjetij. V nerazvitih državah pa pomeni predvsem globalno tržno reformo, večji vpliv menedžmenta in odpiranje domačega gospodarstva na svetovni trg (Glas in Kovač, 1990, str. 185).

Lastniška struktura slovenskih podjetij je precej razpršena, kar je posledica Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij, ki je bil sprejet novembra 1992. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij temelji na načelu, da naj bo lastnina čim enakomerneje razporejena in ustrezno razpršena. Hkrati pa ta zakon preko posebnih mehanizmov daje možnost aktivnim lastnikom, da pridobijo kontrolni paket delnic in s tem vpliv na upravljanje in poslovanje podjetja. Temeljni motiv tega zakona pa je odprava družbene lastnine, ki naj bi povečala učinkovitost podjetij in celotnega gospodarstva (Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij, 1992, str. 3117).

Med razpoložljivimi metodami lastninjenja se je večina podjetij odločila za klasično kombinacijo metod: interna razdelitev, notranji odkup ter prenos na sklade. Predvsem večja podjetja so se odločila tudi za javno prodajo delnic.

Odkupi s strani menedžmenta kot metoda privatizacije so veliko bolj pomembni v »postsocialističnih« kot v razvitih tržnih družbah. V nekdanji Vzhodni Nemčiji je bilo ob koncu leta 1991 14,6 odstotka privatiziranih podjetij odkupljenih po tej metodi. Vendar so bila tako odkupljena praviloma majhna in srednje velika podjetja, kar kaže, da je tudi v Vzhodni Nemčiji primanjkovalo kapitala, čeprav gre v tem primeru bolj za absorpcijo vzhodnonemškega gospodarstva v razvito tržno gospodarstvo Zahodne Nemčije kot pa za transformacijo »socialističnega« gospodarstva v tržno gospodarstvo (Simoneti, 1992, str. 24).

Način privatizacije nekdanjih družbenih podjetij v Sloveniji je močno vplival na prevzeme podjetij. Po koncu privatizacije so imeli notranji lastniki (menedžment, zaposleni, bivši zaposleni) v kar treh četrtinah slovenskih podjetij, ki so se lastninsko preoblikovala, večinski, več kot 50-odstotni delež. Pozitivna plat slovenske oblike privatizacije se kaže v tem, da v prvem obdobju tranzicije ni bilo relativno poceni prodaje domačih podjetij tujim konkurentom oz. tujim investicijskim skladom. Tako se je preprečila ponovitev mnogih

zgodb, znanih zlasti iz Madžarske, kjer so tujci po prevzemu konkurenčnih domačih podjetij nekatera kar zaprli. Po drugi strani pa se je kmalu pokazalo, da zelo razpršena lastniška struktura na dolgi rok ni najbolj učinkovita (Lahovnik, 2002, str.12).

V Sloveniji so se nekatera podjetja obvarovala pred sovražnimi prevzemniki s pomočjo družb pooblaščenk. Notranji lastniki ustanovijo družbo pooblaščenko, na katero prenesejo svoje delnice ter v zameno prejmejo delnice pooblaščenke, ki niso prosto prenosljive in jih ni mogoče prosto prodati potencialnim prevzemnikom. S tem je onemogočen prevzem tega lastniškega deleža notranjih lastnikov brez soglasja uprave podjetja.

Najpogostejši preventivni ukrepi slovenskih menedžerjev pred nezaželenimi prevzemi so (Lahovnik, 2002, str.13):

- aktivno spremljanje strukture svojih delničarjev (56 odstotkov podjetij),
- oblikovanje sklada lastnih delnic (35 odstotkov podjetij),
- povečanje deleža lasti menedžmenta (15 odstotkov podjetij),
- pomemben delež delnic v rokah uprave prijateljskih investitorjev (26 odstotkov podjetij).

Pri nas so se sami prevzemi začeli pozno, čeprav je bilo pet let po začetku lastninjenja to pričakovano. Zdaj, dvanajst let kasneje, je razumljivo, da so pogostejši primeri LBO oziroma njegove izvedenke *MBO*. Veliko primerov je, ki so se v Sloveniji v tem času že zgodili in so po svojih značilnostih še veliko bliže temu pojavu. Vzemimo Meblo, ki ga je z dna potegnil Mitja Strohsack, ali Kolektor, v katerem si je pomemben lastniški vpliv z nakupi (in prek povezanih oseb) pridobil Stojan Petrič. Zanimiv je tudi prevzem dvtretjinskega deleža Preventa s strani najožjih vodilnih, ki je malo znan. To niso klasični *MBO*. Vsepovsod gre za že sedaj zasebne družbe, ozadje je drugo, primerljiv ni pravni okvir. Interes vodilnih, da bi obvladovali podjetje, ki ga vodijo, in iz njega iztisnili še več, pa zelo diši po *MBO*.

Ali dvigovanje prahu okoli tega vprašanja pomeni, da se bodo ugledni, premožni kupci, ki lahko pridobijo velika posojila (med njimi torej tudi skupine najvišjih vodilnih), odslej pogosteje odločali za take prijeme? Lahko morda celo upamo, da bo zadnja faza lastninjenja, konsolidacija, lažja? Se bodo hitreje našli pravi lastniki in dvignili konkurenčno moč podjetij? Bilo bi lepo. Vprašanje pa je, ali je to, kar smo v Sloveniji opazili do zdaj, že prava smer. ZDA v osemdesetih so namreč nekaj povsem drugega kot Slovenija danes. Če kaj, interesi kupcev niso enaki. Pa tudi finančno okolje je drugo, zaradi česar slovenski LBO niso in najbrž nikoli ne bodo to, kar so (bili) v ZDA.

Naslednja značilnost slovenskega privatizacijskega modela je sprejeta rešitev o decentralizirani in avtonomni privatizaciji. To pomeni, da je upravljavcem v podjetjih z družbeno lastnino dana možnost popolnoma neodvisne in samostojne odločitve glede izbire načinov lastninjenja v okviru zakonsko danih možnosti (Debeljak, 1996, str. 5).

4.2. Zakon o gospodarskih družbah v Sloveniji

V slovenskih zakonih (ZGD ali ZOR) ni mogoče najti nobene določbe, ki bi disciplinirala katerokoli operacijo LBO. To je tudi razumljivo, saj LBO označuje prav raznolikost operacij, ki imajo kot skupno točko le dejstvo, da družba, ki namerava kupiti družbo tarčo, pridobi financiranje na podlagi predvidene dobičkonosnosti slednje. Obstaja pa sklop različnih predpisov, ki se jih da uporabiti za nadzor nad transparentnostjo tovrstnih odkupov.

LBO je problematičen zlasti z vidika načela o prepovedi pridobivanja lastnih delnic, kar je v Sloveniji uzakonjeno v 240. členu ZGD. Kot opozarja slovenska doktrina, prepoved pridobitve lastnih delnic izhaja iz načela, da delniška družba ne more postati sama svoj delničar (Zakon o gospodarskih družbah, 1993, str.1611).

Še posebej sporna se je pokazala vloga pooblaščenk, ki da nikakor ne sodijo več v naš pravni sistem. Neustrezna oz. napačno porazdeljena so pooblastila nadzornih in pravosodnih organov, neustrezen pa je po mnenju članov skupine tudi dokazni sistem, predvsem kar zadeva dokazovanje povezanih oseb. Inštitut pooblaščenke je bil prvenstveno uveden s popolnoma drugim namenom, kot se uporablja zdaj. Pooblaščenka je bila prvenstveno namenjena konsolidaciji lastništva širšemu krogu zaposlenih in obrambi pred prevzemi. Danes pa se – obratno – zlorablja prav za prevzem, in to s strani povsem določene skupine ljudi, niti ne vseh, ki so v pooblaščenki, ampak običajno samo s strani menedžmenta.

4.2.1. Viri za oblikovanje sklada lastnih delnic

Sklad lastnih delnic lahko oblikujemo s pomočjo:

- nerazporejenega čistega dobička tekočega leta;
- prenesenega dobička iz prejšnjih let;
- vplačanega presežka kapitala;
- rezerv nad zakonskimi rezervami;
- revalorizacijskega popravka sestavin kapitala.

Sklad za lastne delnice se ne sme oblikovati v breme osnovnega kapitala in njegovega revalorizacijskega popravka ter zakonskih rezerv. Glede na opredeljene vire oblikovanja sklada, je razvidno, da je v tem primeru potreben sklic skupščine delničarjev in potrditev sklepa o oblikovanju sklada, saj oblikovani sklad predstavlja nekakšno rezervacijo sredstev, ki niso namenjena za izplačilo dividend delničarjem. V sklepu skupščine se lahko določi maksimalna cena, do katere lahko podjetje odkupi lastne delnice (Odar, 1998, str. 16).

4.3. Vloga nadzornega sveta

Med člani in predsedniki nadzornih svetov je dostikrat čutiti njihovo nerazumevanje odgovornosti predvsem do malih delničarjev. Ti pa so zaradi nezavedanja svojih pravic in visokih sodnih taks prepuščeni na milost in nemilost nepreglednemu delovanju uprav in nadzornih svetov. Po drugi strani pa se lahko pasivnost nadzornih svetov maščuje, in sicer s potencialnimi osebnimi odškodninskimi tožbami. V Sloveniji je za zdaj še praksa, da se menedžerski odkup izvrši brez javne ponudbe, kar pomeni, da se menedžment pogovarja za kulisami z velikimi delničarji, ne da bi upoštevali interese malih delničarjev. Žalostno pri tem pa je, da je med lastniki prisotna tudi država prek državnih skladov, ki bi morali bolj kot drugi lastniki spoštovati duh zakona. Tako se mali delničarji ujamejo v igro velikih. Njihov glas ne šteje kaj dosti, in ker so deleži majhni, nimajo spodbude, da bi se posebej opremili s svetovalci ali da bi se med sabo organizirali v blok. Zato v zahodnih ekonomijah obstaja zakonodaja, ki regulira prevzeme. Tako zakonodajo smo skoraj v celoti prevzeli v Sloveniji. Njen namen ni, da ščiti podjetje pred prevzemom, temveč da ščiti malega delničarja pred zlorabo velikih. Ključni moment te zakonodaje je torej zaščita interesov malega delničarja. Obveznost javne ponudbe je eden ključnih ukrepov pri zagotavljanju enakopravnosti vseh, tudi malih delničarjev (Rus, 2002, str.12).

V javni ponudbi za odkup se zgodi troje:

1. najširša javnost se seznanila z nameni prevzemnika, da želi v podjetju pridobiti kontrolni delež;
2. z javno ponudbo postane vsem potencialnim investitorjem jasno, da je podjetje na prodaj, javna ponudba enega prevzemnika pa predstavlja izklicno ceno. Nadzorni svet je dolžan poskrbeti za korektno izpeljavo dražbe, ki zagotavlja, da delničarji iztržijo najvišjo možno ceno za svojo ponudbo. Ta pa pomeni, da mora nadzorni svet storiti vse, da bi pridobil tudi konkurenčne ponudbe drugih prevzemnikov;
3. javna ponudba obvezuje prevzemnika, da vse lastnike obravnava enakopravno in da jim prizna enako ceno delnic.

Menedžerski odkupi se v Sloveniji ne obravnavajo kot normalni prevzemi, temveč jih nadzorni sveti in uprave obravnavajo kot povsem notranji proces, ki se zunanje javnosti ne tiče.

Nadzorni svet mora od menedžmenta zahtevati formalno ponudbo za odkup delnic, takoj ko ta izrazi namen, da bi prevzel podjetje. Pri tem ni važno, kolikšen delež delnic je menedžment do tistega trenutka že zbral. Tudi če nima niti ene delnice in namerava prevzeti podjetje, mora nadzorni svet prisiliti menedžment v javno ponudbo za odkup delnic svojega podjetja.

Če nadzorni svet ve, da se menedžment pripravlja na prevzem, vendar ne prisili menedžmenta v javno ponudbo za odkup, mu lahko katerikoli delničar očita neskrbnost,

konflikt interesov in poslovanje na osnovi notranjih informacij. Če pa se izkaže, da se menedžment o prevzemu podjetja pogovarja brez vednosti nadzornega sveta, ga mora nadzorni svet sankcionirati, saj je menedžment v konfliktu interesov v podjetju in ne more več voditi podjetja, ker s svojo dejavnostjo ne skrbi za povečanje vrednosti lastnine delničarjev, temveč deluje v svojo lastno korist.

5. DAVČNI VIDIK MENEDŽERSKEGA ODKUPA PODJETJA

Zelo je pomembno, da se **MBO** podrobno prouči tudi z davčnega vidika. Nakup delnic oziroma deležev se namreč lahko financira tudi iz davkov in prispevkov, ki bi sicer pripadli državnemu proračunu.

Neodvisno od dejstva, da je večina **MBO** usmerjena v pridobitev kapitala, tj. delnic ali deležev družbe tarče, je pridobitev sredstev v nekaterih primerih privlačnejša. V skladu z veljavno davčno zakonodajo se s sredstvi ne prenašajo morebitne negativne davčne implikacije, npr. potencialne davčne obveznosti, ki bi jih davčni organ ob morebitnem davčnem pregledu ugotovil na družbi tarči. Zato je priporočljivo, da se pred **MBO**, zlasti pa pred MBI, izvede skrbni pregled poslovanja družbe tarče. Da bi se izognili potencialnim davčnim obveznostim, ki bi jih kasneje odkrili davčni organi, mora skrbni pregled obsegati tudi skrben pregled pravilnosti in pravočasnosti obračunavanja in plačevanja davkov.

Prav tako je pridobitev sredstev podlaga za uveljavljanje investicijske olajšave (investicijska olajšava v višini 40-odstotkov investiranega zneska v osnovna sredstva), vendar le v primeru, da prevzemniki pridobijo sredstva prek gospodarske družbe. Uveljavljanje investicijske olajšave je namreč vezano na pridobitev sredstev prek pravne osebe (Šešok, 2002, str. 13).

5.1. Davčno načrtovanje

Davčno načrtovanje je pomemben faktor pri načrtovanju **MBO**. Nakup kapitala oziroma sredstev se lahko izpelje tudi na način, da se nakup financira iz davkov in prispevkov, ki bi sicer pripadli državnemu proračunu. Zaradi tega je zelo pomembno, da se projekt **MBO** skrbno prouči tudi in predvsem z davčnega vidika.

Izvede se postopek davčnega načrtovanja, prek katerega se z uporabo zakonitih metod in sredstev ustrezno optimira davčna obveznost posameznikov in gospodarskih družb.

Bistvena vprašanja, ki jih lahko identificiramo v okviru davčnega načrtovanja, so naslednja (Šešok, 2002a, str. 13):

1. možnost plačila delnic prek davkov in prispevkov, ki bi sicer pripadli državnemu proračunu;
2. možnost uveljavljanja davčne olajšave oziroma zmanjšanja dohodninske osnove iz naslova plačanih obresti;
3. možnost poračunavanja davčne izgube v primeru spodletelega **MBO**.

V smislu financiranja **MBO** z davki in prispevki je mogoče določeno davčno načrtovanje izvesti tako, da posamezniki, ki sodelujejo pri **MBO**, ustanovijo skupno gospodarsko družbo – gre za t. i. "vmesno družbo" (najbolj primerna oblika je družba z omejeno odgovornostjo), ki pridobi delnice družbe tarče. Posamezniki, ki so ustanovili vmesno družbo, se v tej družbi zaposlijo in prek nje opravljajo storitve poslovanja. Plačilo, ki ga prejme vmesna družba za opravljeno poslovanje, se nameni delno za plače poslovođij (manjši del) in v preostalem delu za nakup delnic oziroma odplačilo dolga za nakup delnic družbe tarče. Opisani primer temelji na predpostavki, da se plače poslovođij ustrezno znižajo, tako da se nakup delnic ali odplačilo dolga za nakup delnic krije iz razlike med vrednostjo storitve poslovanja in stroški dela (plač), torej tudi iz davkov in prispevkov, ki bi bili sicer plačani v državni proračun (Šešok, 2002a, str. 13).

Obresti, ki jih plačajo pridobitelji delnic družbe tarče, se obravnavajo različno, pač v odvisnosti od tega, ali so pridobitelji fizične ali pravne osebe. Plačane obresti za delnice fizični oseb ne prinašajo nobenih davčnih olajšav ali znižanj davčne osnove, medtem ko obresti, ki jih plača pravna oseba, znižujejo davčno osnovo za davek od dobička pravnih oseb. Pri tem je treba zgolj opozoriti na 19. člen zakona o davku od dobička pravnih oseb, ki določa, da se med odhodke priznajo obračunane obresti, razen obresti na prejeta posojila od lastnikov ali povezanih oseb, ki se priznavajo največ v višini zadnje znane, ob času odobritve posojila, skupne povprečne ponderirane medbančne letne obrestne mere, ki jo objavlja Banka Slovenije (Zakon o davku od dobička pravnih oseb, 1993, str. 3781).

Možnost poračunavanja davčne izgube v primeru spodletelega **MBO** je v primeru pridobitve delnic oziroma deležev preko fizičnih oseb delno omejena, in sicer lahko ustvarjena izguba zmanjša davčno osnovo za davek od dobička iz kapitala. Če je ustvarjena izguba višja od morebitnega kapitalskega dobička na drugem kapitalu, se presežek ne more prenesti v drugo davčno obdobje niti je ni mogoče izkoristiti za zniževanje dohodninske osnove. Drugače velja v primeru pridobitve kapitala prek vmesne družbe. V tem primeru vmesna družba ob realizaciji izgube zaradi prodaje delnic oziroma deležev ustvari odhodek, ki je davčno priznan in se kot davčna izguba lahko prenaša v naslednje davčno obdobje (Šešok, 2002a, str. 14).

5.2. *Obdavčitev kapitalskih dobičkov*

Z vidika **MBO** je med bistvenimi vprašanji obdavčitev kapitalskih dobičkov. Posamezniki, udeleženi v **MBO**, se lahko kasneje odločijo, da bodo svoje delnice oziroma deleže prodali (primerljivi podatki iz tujine kažejo, da se prevzemniki odločijo prodati delnice, ki jih pridobijo preko **MBO**, v petih letih po nakupu). Tako ustvarjeni kapitalski dobiček je lahko obremenjen z davkom od dobička iz kapitala.

V primeru prodaje kapitala pred potekom treh let od pridobitve je mogoče izvesti določeno davčno načrtovanje na način podaritve predmetnih delnic osebi, ki spada v prvi dedni red (davek na darila se v skladu z zakonom o davkih občanov ne plača v primeru podaritve v prvem dednem redu). Ob prodaji delnic s strani obdarjenca predstavlja kapitalski dobiček razlika med prodajno vrednostjo delnic in njihovo vrednostjo v času pridobitve. Razlika med nakupno vrednostjo in vrednostjo v času podaritve je tako neobdavčena. Predmet obdavčitve je le razlika med prodajno vrednostjo in vrednostjo v času pridobitve.

Novi zakon o dohodnini, ki je še v pripravi na Ministrstvu za finance, naj bi po neuradnih informacijah onemogočil tudi navedeno davčno načrtovanje. V opisanem primeru bi se ugotavljanje kapitalskega dobička preneslo na obdarjenca, ki bi kot kapitalski dobiček prikazal razliko med prodajno vrednostjo in vrednostjo, po kateri je kapital pridobila oseba, ki mu je podarila kapital (Šešok, 2002a, str. 12).

5.3. *Davčne posledice za družbo tarčo*

MBO načeloma nima negativnih davčnih implikacij za družbo tarčo. Morebitna davčna izguba, ki jo je ustvarila družba tarča, se s spremembo lastniške strukture (prevzem z **MBO**) ne izgubi. Družba tarča jo v petih letih po nastanku še vedno lahko pokriva v breme ustvarjenega dobička (Zakon o davku od dobička pravnih oseb, 34. člen: »Če je razlika med prihodki vključno s povečanjem davčne osnove in odhodki vključno z zmanjšanjem davčne osnove po tem zakonu negativna, izkaže davčni zavezanec izgubo v davčnem izkazu. Tako izkazano izgubo lahko davčni zavezanec pokriva z zmanjšanjem davčne osnove v naslednjih petih letih.«). Davčna izguba, ki je akumulirana na družbi tarči, je lahko vodilo za MBI (Management buy-in je postopek, prek katerega si posamezniki (menedžerji) z nakupom delnic ali deležev družbe tarče "kupijo" upravljanje te družbe). Novo poslovodstvo lahko na novo ustvarjeni dobiček pobota z izgubo iz preteklih let. Neodvisno od navedenega je treba opozoriti, da se davčna izguba ne more poračunati v primeru odkupa sredstev. V primeru torej, da se **MBO** izvede na sredstvih družbe tarče, se davčna izguba ne more prenesti skupaj s temi sredstvi, temveč ostane na družbi tarči. Navedeno velja tudi v primeru pripojitve družbe tarče k drugi družbi (Zakon o davku od dobička pravnih oseb, 1993, str. 3781), pri čemer prikazani sistem ne velja za delitev družbe. Zakon o davku od dobička pravnih oseb namreč jasno določa opisani režim zgolj

za združitve davčnih zavezancev, med katere pa po veljavni korporacijski zakonodaji ne uvrščamo delitev gospodarskih subjektov – davčnih zavezancev (Šešok, 2002a, str.12).

Sklepno lahko v zvezi z davčnimi implikacijami za družbo tarčo ugotovim, da pridobitev kapitala nima negativnih implikacij z vidika davka na dodano vrednost. Drugače velja v primeru pridobitve sredstev. V tem primeru se lahko pojavijo določene negativne davčne implikacije, ki so povezane z obračunom davka na dodano vrednost. Navedeno velja zlasti v primeru, da prevzemna družba ne more poračunati celotnega ali dela vstopnega davka na dodano vrednost. To se lahko zgodi zaradi tega, ker prevzemna družba ni zavezanec za davek na dodano vrednost in zaradi tega, ker zaradi specifičnosti svoje dejavnosti (opročena dejavnost) ne more poračunati celotnega vstopnega davka na dodano vrednost (ugotavlja odbitni delež).

5.4. Davčne spodbude za MBO-je v Sloveniji

Vsako plačilo zaposlenim iz udeležbe na dobičku v gotovini ali delnicah je obdavčeno kot plača, torej z vsemi socialnimi prispevki. Skupaj z davkom na dobiček je taka nagrada zaposlenim za poslovno uspešnost za firmo dražja kot plača. Tako bi lahko dejali, da Slovenija ni naklonjena MBO-jem, vendar ravno obratno zavira njihov razvoj. Je pa res, da je že peto leto v Državnem zboru predlog Zakona o udeležbi zaposlenih pri dobičku, ki predlaga (Predlog zakona o udeležbi zaposlenih pri dobičku družbe, 1997, str. 3):

- načelo prostovoljnosti udeležbe na dobičku v gospodarskih družbah;
- pogodbo med delodajalci in sindikati oz. drugimi predstavniki zaposlenih, za katere velja tarifni del kolektivne pogodbe (ob predhodnem soglasju vsaj polovice zaposlenih);
- uporabo različnih shem udeležbe na dobičku v gotovini, delnicah in kombinirano;
- posebne strožje pogoje za zaposlene po individualnih pogodbah, s katerimi se sklene pogodba o udeležbi na dobičku, saj je zanje lahko relevantna le delniška shema;
- davčna olajšava se nanaša le na finančno participacijo do največ petine dobička in do največ desetine skupnega letnega zneska izplačanih plač, izplačilo na zaposlenega ne sme presegati enomesečne plače, vsa taka izplačila pa morajo biti odložena za tri leta;
- davčna olajšava za zaposlene po individualnih pogodbah se lahko uporabi za največ do pet odstotkov dobička, za posameznika velja gornja meja ene mesečne plače, izplačilo pa je odloženo za najmanj pet let;
- predvideno je bilo, da za finančno participacijo v omejenih okvirih prejemnik ne plačuje socialnih prispevkov, firmi se to priznava kot upravičen odhodek in plača manj davka na dobiček, zaposleni pa naj bi imel ob tem še določene davčne olajšave pri dohodnini.

Kratkoročno bi ta zakon negativno vplival na javne prihodke, sčasoma pa bi ob boljših gospodarskih rezultatih participacija pripomogla k višjim javnim prihodkom, zato je za Slovenijo zelo pomembno, da čim prej uredi tudi ta zakon (Krašovec, 2002, str. 5).

6. BTC

6.1. Predstavitev podjetja

Podjetje BTC se je ustanovilo marca 1954 z gradnjo skladišča v Ljubljani. V letih rasti in razvoja skladišč, carinskih skladišč, pretovorne in distribucijske dejavnosti je BTC predstavljal največji kontinentalni evropski blagovno-transportni center (Poslovne aktivnosti BTC, d. d., 1994).

BTC, d. d., je bil ustanovljen 1990 kot naslednik podjetja v družbeni lasti, ki je bilo ustanovljeno leta 1954. Začetna, osnovna dejavnost skladiščenja se je preko največjega carinskega skladišča za potrebe tedanje države in največjega kopenskega terminala v Evropi preoblikovala v sodobno, tržno naravnano delniško družbo (Zgodovina, 1998).

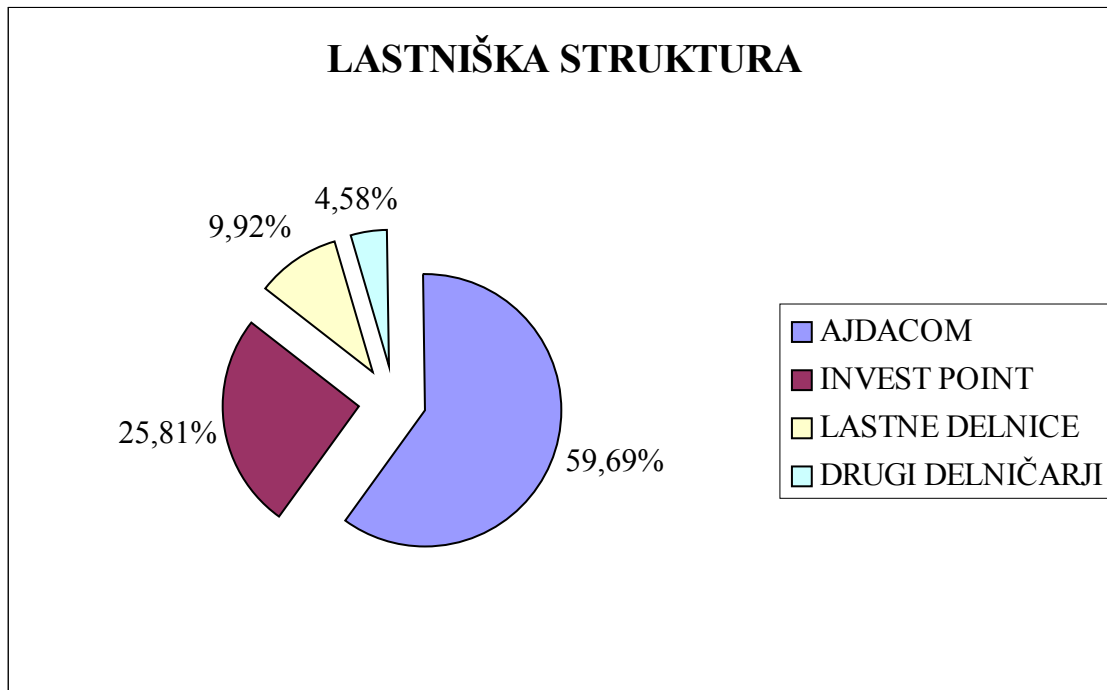
Leta 1994 so delnice BTC začele kotirati na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev.

Leta 1997 je BTC postal mednarodno kapitalsko podjetje, s tem ko so se njihove delnice uvrstile na Londonsko borzo in so kmalu zatem kotirale tudi na frankfurtski in münchenski borzi. Družba je prodrla na mednarodni kapitalski trg z dokapitalizacijo. Tuji investitorji so vanjo vložili 18,5 milijona evrov svežega kapitala, kar je bila izjemna priložnost za nadaljnji razvoj. Zaradi padca cen na svetovnih kapitalskih trgih in zaradi premajhne količine delnic v mednarodnem merilu je družba leta 2001 delnice umaknila z mednarodnega trga (Zgodovina, 1998).

Podjetje BTC se je leta 2002 lastniško preoblikovalo s pomočjo družbe pooblaščenke Ajdacom in podjetja Invest Point (glej Slika 3, na str. 24). Ti dve podjetji sta lastniški družbi, v kateri so v večini lastniki zaposleni in menedžerji BTC-ja. Glede na večinsko lastništvo zaposlenih, je skupščina družbe sprejela sklep, da se delnice BTC umaknejo z Ljubljanske borze vrednostnih papirjev. Uprava borze je 27. septembra 2002 iz borzne kotacije delnice BTC začasno izključila (Zgodovina, 1998).

V novi lastniški sestavi poseduje Ajdacom kot družba pooblaščenka 60-odstotni delež, samo delavci (brez članov uprave) pa več kot 40-odstotni delež.

Slika 3: Lastniška struktura BTC-ja konec leta 2002



Vir: O družbi, 2002.

6.2. BTC-jeva zgodba

BTC pravzaprav ni primer menedžerskega, ampak delavsko-menedžerskega odkupa, kar je v socialno občutljivem okolju precejšnja razlika. Definicija delavsko-menedžerskega odkupa pravi, da gre za transakcijo, kjer prevzame pobudo menedžment, vendar je možnost lastniške participacije razširjena na širši krog zaposlenih (Management and employee buy-outs in central and eastern Europe, 1993, str. 14). Zamisel o menedžerskem odkupu sega v februar 2002, ko se je za družbo BTC začel zanimati angleški investicijski sklad Regent. V obrambo pred tujim prevzemom so v Beteceju ustanovili družbo pooblaščenko Ajdacom, nato pa so menedžerji in člani nadzornega sveta z menedžerskim odkupom ustanovili še podjetje Invest Point. Družbi sta kupovali delnice BTC-ja in skupno prišli do okoli 29-odstotnega deleža. Hkrati pa je uprava po posvetu z nadzornim svetom odločila, da napolnijo sklad lastnih delnic. Med drugim so odkupili globalna potrdila o lastništvu (GDR) in deleže vseh večjih, v glavnem institucionalnih lastnikov. S tem je BTC umaknil GDR z londonske borze, saj GDR niso bili likvidni. Tako so prišli »notranji« lastniki do nadzora nad 85 odstotki kapitala družbe.

Kako je pravzaprav potekal odkup BTC? Menedžerji, nadzorniki in tudi vsi drugi zaposleni, ki so hoteli, so lahko vstopili v igro notranjega odkupa z vložki v novo podjetje Invest Point oziroma v družbo pooblaščenko Ajdacom. Ti dve podjetji sta kupovali delnice

BTC, ki so bile kar poceni. Delnice BTC pa je v še večjih količinah kupoval tudi BTC sam in vse manj je bilo drugih delničarjev – Ajdacom in Invest Point sta imela takrat največjo moč. In na skupščini delničarjev BTC je sledilo sklepno dejanje – delnice, katerih lastnik je BTC sam, so umaknili, s čimer sta Invest Point in Ajdacom postala skoraj 90-odstotna lastnika BTC.

Tak odkup je nekoliko nenavaden. Je posledica nekakšne pravne praznine in tudi velike pravne domiselnosti svetovalcev BTC. Ali je bil tak odkup pravičen do vseh delničarjev in do okolja? Težko bi našli delničarja BTC, ki ni bil srečen, ko je lahko po višji ceni prodal delnico BTC. In njemu je vseeno, ali jo je prodal družbi sami, pomembno je, da je dobil denar. Ali so v nevarnosti upniki? Tega ni mogoče reči. Tak odkup so v BTC lahko izpeljali zato, ker je BTC pač imel dovolj denarja, ker so bile delnice razmeroma poceni in so vsi, predvsem pa menedžerji in nadzorniki, nekaj denarja primaknili tudi sami.

6.2.1. Natančnejši potek MBO-ja

Slovenska razvojna družba (SRD) je 16. avgusta 2001 objavila ponudbo za prodajo delnic družbe BTC po izhodiščni ceni 16.500 tolarjev za delnico. Podjetje BTC se je seveda zanimalo za nakup svojih delnic, vendar samo do razumne cene, ki so jo nekateri borzniki videli tudi pri 20.000 tolarjih, saj je bila njena knjigovodska vrednost 24.000 tolarjev. Celoten paket 90.365 delnic po izhodiščni ceni 1,49 milijarde tolarjev za Srd je prodajala borzno posredniška družba Poteza. Nakup delnic se je začel 3. septembra 2001, javna ponudba pa je veljala mesec dni po začetku prodaje oz. do prodaje celotnega paketa delnic. 3. septembra 2001 je BTC kot edini ponudnik na Srdovem razpisu kupil 12,5 odstotka delnic BTC za skoraj 1,5 milijarde tolarjev (Mihajlovič, 2001, str. 10).

BTC je izpolnjeval dva pogoja, ki sta bila potrebna za menedžerski odkup:

1. ciljno podjetje je imelo dovolj prostih denarnih tokov, da je pri določeni prevzemni ceni lahko financiralo odkup lastnih delnic,
2. preostali lastniki so morali biti pripravljeni pri ponujeni ceni prodati delnice in tako izstopiti iz podjetja.

Izvedeni nakup lastnih delnic družbe je v letu 2001 povzročil spremembe v lastniški strukturi. Družba naj bi pridobila 68 odstotkov lastnih delnic, preostala večja delničarja družbe sta bila družba pooblaščenka Ajdacom z 21 odstotki in Invest Poit z devetimi odstotki ter preostali delničarji z dvema odstotkoma delnic (Smrekar, 2001, str.3).

Družba je v letu 2001 sklicala skupščino delničarjev in predlagala umik 475.828 lastnih delnic, kar pomeni, da se je osnovni kapital znižal s 5,8 na dve milijardi tolarjev. Družba se je umaknila z organiziranega trga kapitala, delničarjem, ki so želeli odstopiti, pa je ponudila odpravnino v vrednosti 16.500 tolarjev za delnico (po tej ceni je BTC kupoval

delnice za lastni sklad). Spremenili pa so tudi statut družbe in izvolili nov, za pol manjši nadzorni svet.

Finančno-računovodski vidik umika delnic je sledeči:

- za 7.803 milijone tolarjev zmanjšamo konto popravek kapitala na aktivih (v dobro);
- za 3.807 milijonov tolarjev zmanjšamo postavko kapital (v breme) kot protivknjižbo;
- za preostali znesek (7.803-3.807) zmanjšamo druge sestavine kapitala skladno z odločitvijo nadzornega sveta o zmanjšanju drugih postavk kapitala (v breme).

Povzetek predloga sklepa skupščine se glasi:

- umik 475.828 lastnih delnic, pridobljenih iz razlogov iz 1. alineje 240. člena ZGD, osnovni kapital družbe se zmanjša za znesek 3.806.624.000,00 tolarjev;
- zmanjšanje osnovnega kapitala se izvede z umikom 475.828 lastnih delnic družbe z nominalno vrednostjo 8.000 tolarjev za delnico, ki jih je družba že pridobila;
- za umik delnic se uporabi:
 - prevrednotovalni popravek osnovnega kapitala,
 - rezerve,
 - prevrednotovalni popravek rezerv,
 - druge rezerve iz dobička,
 - prevrednotovalni popravek drugih rezerv iz dobička.

Delničarji družbe so na seji skupščine junija 2002 potrdili predlagane sklepe o umiku delnic z zmanjšanjem kapitala družbe.

Na seji skupščine družbe BTC, ki je bila 17. decembra, so se delničarji odločili o umiku družbe z borze in o zmanjšanju osnovnega kapitala oziroma umiku 475.828 delnic BTC, kar je 65,56 odstotka osnovnega kapitala družbe. Pred zmanjšanjem osnovnega kapitala je bila Ajdacom 20,92-odstotna lastnica BTC, Invest Point pa 8,89-odstotni lastnik BTC-ja. Kljub temu pa sta imeli ti dve družbi skupaj kar 93 odstotkov glasovalnih pravic, saj 68,34 odstotka delnic ni imelo glasovalnih pravic, ker so bile v lasti družbe BTC. Največji lastniki Ajdacoma ter Invest Pointa pa so bili glavni v BTC-ju, zato je bilo jasno, da se bodo predlagani sklepi uprave na skupščini tudi izglasovali.

Lastniki družbe Ajdacom so:

- predsednik uprave **Jože Mermal**
- člani uprave: **Marko Žehelj, Helena Petrin in Andrej Repina**
- člani nadzornega sveta: **Borut Baznik, Edvard Oven, Vida Pečaver**

*Ustanovitelj in direktor IN-19, d. o. o., pa je predsednik nadzornega sveta **Ivan Nerad**.*

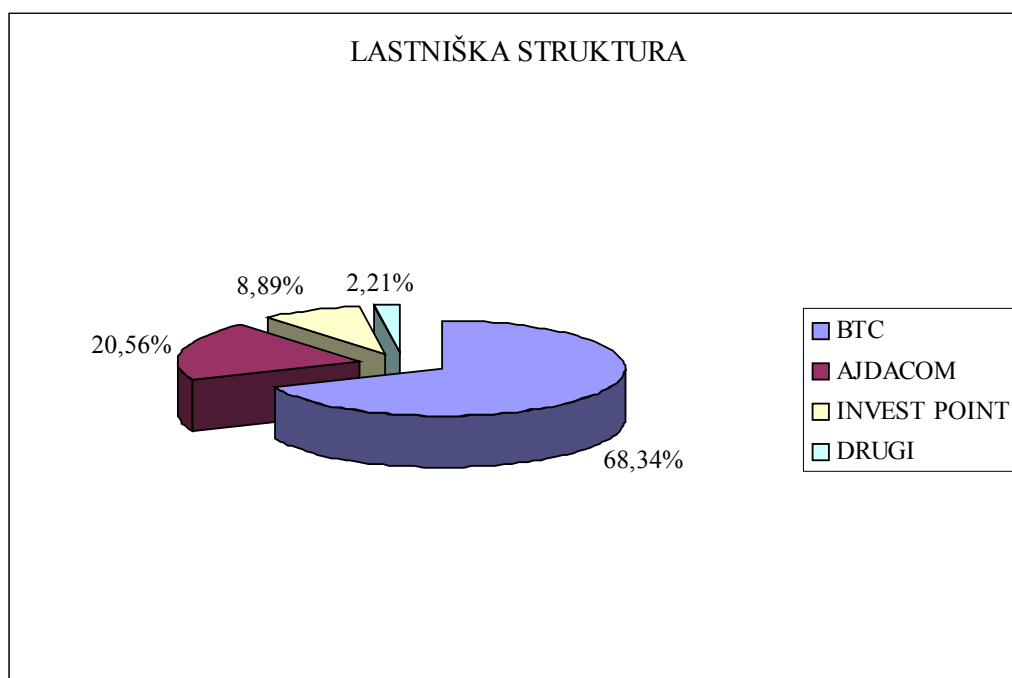
Po zmanjšanju osnovnega kapitala so vodilni v BTC prek Ajdacoma in Invest Pointa svoj delež povečali s skoraj 30 odstotkov na 85,5 odstotka. BTC pa je obdržal še 20.234 lastnih

delnic, kar predstavlja nekaj več kot osem odstotkov. Prvi mož BTC je tako v rokah držal 93,5 odstotka družbe, mali delničarji pa 6,5 odstotka glasov. BTC je za tiste, ki so nasprotovali umiku delnic z organiziranega trga, ponudila odkup delnic s primerno odpravnino, in sicer 16.500 tolarjev za delnico. Po tej ceni je BTC odkupoval lastne delnice.

Kot že omenjeno, se je z umikom delnic spremenila lastniška struktura družbe. Največji delničar je postala družba pooblaščenka Ajdacom s 60 odstotki delnic, Invets Point s 26, osem odstotkov jih je imel BTC (lastne delnice) in šest odstotkov drugi delničarji (glej Sliko 4, na str.27 in Sliko 5, na str. 28).

Menedžerji in zaposleni so preko družbe pooblaščenke Ajdacom in družbe Invest Point na osnovi trgovanja z lastnimi delnicami in kasnejšim umikom lastnih delnic z zmanjšanjem osnovnega kapitala družbe pridobili celotno družbo BTC, kar pomeni, da je bil menedžerski odkup uspešno izveden.

Slika 4: Lastniška struktura podjetja BTC pred zmanjšanjem osnovnega kapitala



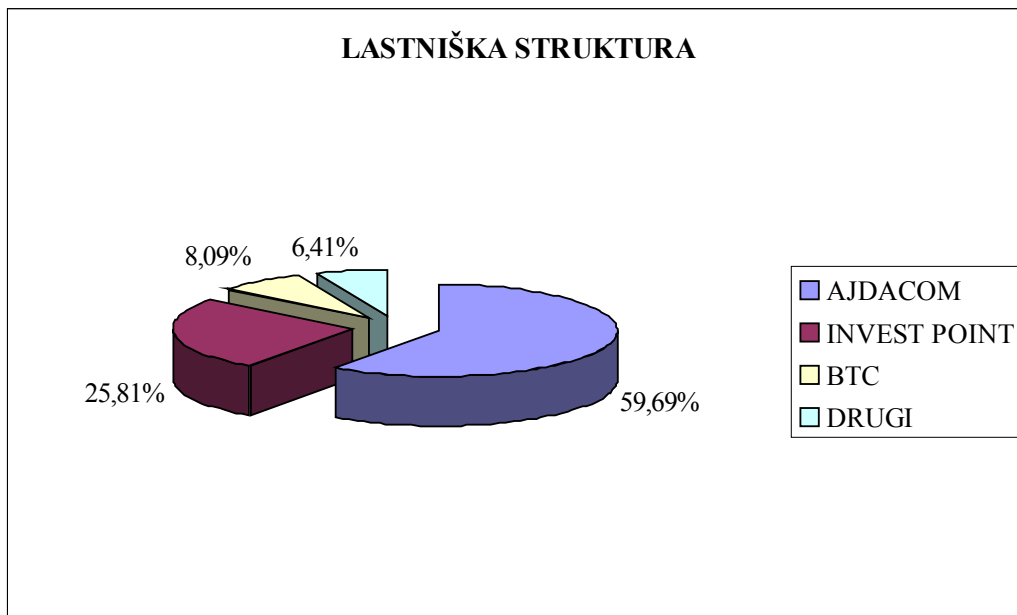
Vir: Smrekar, 2001, str. 3.

Financiranje menedžerskega odkupa se je vršilo na podlagi nakupa lastnih delnic in njihovega umika, kar pomeni, da je bil menedžerski odkup financiran s sredstvi družbe, bodisi z dezinvestiranjem bodisi z zadolževanjem. Ker se je zadolžitev družbe v letu 2001 povečala za približno osem milijard tolarjev, lahko sklepam, da se je večina odkupa izvršila z zadolževanjem družbe. Ali bo družba zmogla prenesti vse finančne obveznosti in

hkrati zagotoviti nadaljnjo rast družbe, pa je odvisno od poslovanja družbe v prihodnje, torej od nadaljnjih odločitev »menedžmenta in lastnikov«.

BTC si je za nakup lastnih delnic sposodil 40 milijonov mark iz sredstev, ki so jih dobili s prodajo obveznic druge izdaje. Ta sredstva so bila sicer namenjena za točno določene naložbe, kot je recimo gradnja zabavišnega centra, vodnega parka in nakup zemljišč (Smrekar, 2001, str. 3).

Slika št. 5: Lastniška struktura podjetja BTC po zmanjšanju osnovnega kapitala



Vir: Smrekar, 2001, str. 3.

Kar nekaj so najverjetneje prispevali tudi vrednostni papirji GDR, ki jih je BTC prodal na tujem in jih je potem občutno ceneje (cena je bila nizka zaradi svetovne finančne krize) odkupil nazaj. Torej so notranji odkup financirali tudi tujci.

Dolgoročni dolgovi družbe BTC znašajo približno 17 milijard tolarjev. Iz naslova obveznic prve izdaje, katere bodo dokončno poplačali čez šest let, dolgujejo še 2,1 milijarde tolarjev, iz naslova letošnjih obveznic druge izdaje pa imajo za 8,7 milijarde tolarjev obveznosti. Preostali dolg so posojila tujih in domačih bank (Smrekar, 2001, str. 3).

6.3. Akterji BTC-jevega menedžerskega odkupa

Glavni akterji, ki so sodelovali pri menedžerskem odkupu v primeru podjetja BTC, so:

- družba pooblaščenka Ajdacom,
- podjetje Invest Point,

- nakup lastnih delnic.

6.3.1. Družba pooblaščenka Ajdacom

Družba pooblaščenka BTC Ajdacom je bila registrirana sredi junija 2002. V BTC je takrat imela že dobro petino delnic.

Delničarji izdajatelja, ki se je preoblikoval na podlagi Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij (Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij, 1992) in ki kot enega od načinov izvedbe lastninskega preoblikovanja ni izvedel javne prodaje delnic, lahko ustanovijo družbo pooblaščenko po postopku in na način, določen v zakonu o privatizaciji pravnih oseb v lasti Sklada Republike Slovenije za razvoj in obveznostih Agencije Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo (Zakon o prevzemih, 1997, str. 4157). V primeru BTC je Ajdacom družba pooblaščenka, na katero so notranji lastniki prenesli svoje premoženje. Ustanovili pa so družbo pooblaščenko, da bi enotno zastopala interese zaposlenih v razmerju do drugih delničarjev, branila pa naj bi jih tudi pred sovražnimi prevzemi.

Če več oseb, na podlagi delniškega sporazuma ali kako drugače, skupno deluje pri uresničevanju glasovalne pravice, ki izhaja iz delnic posamezne delniške družbe – izdajatelja in katerakoli izmed njih pridobi vrednostne papirje delniške družbe, ki zagotavljajo glasovalno pravico, tako da ti vrednostni papirji, skupaj z drugimi vrednostnimi papirji, ki jih te osebe že imajo, zagotavljajo 25 odstotkov glasovalnih pravic, je dolžna vsaka oseba dati ponudbo za odkup, razen če se ne sporazumejo, da bo dala ponudbo za odkup le ena izmed njih (Zakon o prevzemih, 1997, str. 4157). V primeru BTC družba pooblaščenka Ajdacom ni bila zavezana k oddaji ponudbe za odkup po pridobitvi 25 odstotkov delnic podjetja, kar je bilo, kot je zgoraj že rečeno, v skladu z Zakonom o prevzemih.

Uprava je javnost obvestila o nakupu BTC-jevih delnic, ko je na začetku leta 2001 dobila zlo slutnjo o sovražnem prevzemu BTC-ja. Delnice so kupovali po tržni ceni 14.600 tolarjev. Vodstvo BTC-ja je začelo ustanavljati družbo pooblaščenko z imenom BTC holding, kasneje pa so zraven povabili še druge zaposlene delničarje, teh je približno petina vseh. Takratna tržna cena delnice je znašala 15.000 tolarjev po enotnem tečaju. Ta tržna cena pa nikakor ni bila realna vrednost družbe. Tržna cena naj bi bila glede na podobne družbe nekje med 80 in 90 odstotki knjigovodske, ki je znašala 23.000 tolarjev. Nizka cena pa naj bi bila prava vaba tujim korporacijam za nakup večinskega deleža. Konkretno naj bi se takšen poskus zgodil v februarju 2001, ko naj bi BTC po Mermalovih trditvah želeli prevzeti neki tuji skladi. Za prevzem pa so ponujali prenizko ceno, saj naj bi delnico kupili po ceni, podobni tržni vrednosti.

Družba pooblaščenka: Prvenstveni namen njene ustanovitve je bil omogočiti široko notranje lastništvo, sedaj pa je postala inštrument za izpeljavo koncentracije s strani majhnega števila menedžerjev. To pa je tudi za nekatere eden izmed spornih členov BTC-jevega menedžerskega odkupa.

6.3.2. Podjetje Invest Point

Večji lastniki Invest pointa, d. o. o., so vodilni menedžerji BTC-ja in člani nadzornega sveta BTC. Družba je v letu 2001 aktivno odkupovala delnice BTC.

V času, ko je BTC ustanavljala družbo pooblaščenko Ajdacom, je družba Invest Point pridobila že 8,89-odstotni delež BTC.

6.3.3. BTC: Nakup lastnih delnic

Družba je v letu 1999 in letu 2001 odkupovala lastne delnice z namenim pridobivanja večinskega deleža podjetja, kar jim je omogočilo izvedbo menedžerskega odkupa. Kot sem že omenila, pridobivanje lastnih delnic ureja 240. člen Zakona o gospodarskih družbah, ki govori o tem, da družba ne sme imeti več kot deset odstotkov vrednosti osnovnega kapitala lastnih delnic. BTC je v letu 1999 oblikoval sklad lastnih delnic v višini 580 milijonov tolarjev. Konec leta 2000 je iz lastninske strukture družbe razvidno, da ji je grozil potencialni prevzem, saj je depozitna banka Bankers Trust pridobila 24,86 odstotka delnic. Nakup lastnih delnic je bila tako ena izmed oblik obrambe pred sovražnim prevzemom.

3. septembra 2001 je BTC kot edini ponudnik na Srdovem razpisu kupil 12,5 odstotka delnic BTC za skoraj 1,5 milijarde tolarjev. S tem si je BTC do takrat pridobil okoli 24 odstotkov lastnih delnic. Za odkup teh delnic za sklad lastnih delnic so imeli tudi soglasje nadzornega sveta. Uprava BTC-ja se je zavedala, da ima družba lahko toliko lastnih delnic le začasno. Ta pomeni, da so imeli že takrat plan, da se bodo lastne delnice prodale ali umaknile, kot posledica pa naj bi bilo zmanjšanje kapitala s sedanjih 725.816 delnic na 551.566 delnic.

BTC je del sredstev, pridobljenih iz izdaje obveznic, ki so imele natančno določeno namenskost, porabil za nakup okoli 65,6 odstotka lastnih delnic. BTC je junija 2001 izdal za financiranje razvojnih programov imenske hipotekarne obveznice BTC2. Izdal jih je v nematerializirani obliki, v skupni vrednosti 40 milijonov evrov za dobo deset let, s petletnim moratorijem za izplačilo glavnice. Za nakup lastnih delnic je šlo približno 20 milijonov evrov, pridobljenih iz izdaje obveznic. Sredstva iz izdaje obveznic si je BTC samo sposodil do konca leta 2002.

Lastniška preobrazba:

Po zmanjšanju osnovnega kapitala je kapital podjetja znašal približno 12 milijard tolarjev, dolgoročnih posojil pa so imeli za nekaj več kot 17 milijard. BTC pravi, da ima zelo stabilen denarni tok, kar pomeni, da še vedno lahko zaprosi za posojilo in ga dobi približno 20 milijonov evrov. Zato tudi zagovarja, da niso naredili škode nikomur, ne delničarjem, ne upnikom, ne sebi, ne BTC-ju in ne družbi na sploh.

6.4. Pomočniki menedžerskega odkupa

Med lastnike BTC je za nekaj mesecev vstopil tudi Trimo Trebnje, ki je aprila 2001 kupil 7,8-odstotni delež. Po besedah direktorice Tatjane Fink je šlo za portfeljsko naložbo, ki so jo v približno pol leta prodali Invest Pointu. Za BTC sta delnice kupovali še borzni hiši Poteza in IT Modra hiša, ki so jima delnice prodali med drugim Banka Domžale, Abanka, pid Triglav Steber 1, Istratel, investicijski sklad NFD, Belinka Belles, Hypo banka, Zavarovalnica Triglav in Lip. BTC je imel tako septembra 2001 skoraj 60 odstotkov lastnih delnic, dobrih 20 odstotkov delnic je imel Ajdacom, slabih devet odstotkov Invest Point, ki je v lasti Jožeta Mermala in članov uprave Marka Žehlja, Helene Petrin, Andreja Repine, članov nadzornega sveta Boruta Baznika, Edvarda Ovna, Vide Pečaver, ter podjetje IN-19, katerega ustanovitelj je takratni predsednik nadzornega sveta BTC Ivan Nerad (Vuković, 2001, str. 20).

6.5. Računovodski izkazi BTC-ja za leto 2001 (nerevidirani) in ugotovitve, ki sledijo iz izkazov

Z računovodsko ponazoritvijo nakupa lastnih delnic je iz nerevidiranih računovodskih izkazov družbe razviden popravek kapitala v višini 8,2 milijarde tolarjev lastnih delnic.

Ker je bil sklad lastnih delnic oblikovan z določenim namenom, se postavlja vprašanje, ali je družba upravičeno oz. neupravičeno pridobivala lastne delnice.

240. člen ZGD določa, da podjetje lahko pridobiva lastne delnice brez predhodnega oblikovanja sklada za lastne delnice v naslednjih primerih:

- pridobitev delnic je brezplačna (podarjene delnice);
- delnice družba pridobi pri nakupni komisiji (v primeru bank in finančnih institucij);
- delnice pridobi na podlagi univerzalnega pravnega nasledstva (pripojitev, spojitve ali preoblikovanje);
- delnice pridobi na podlagi sklepa skupščine o umiku delnic po določbah o zmanjšanju osnovnega kapitala (ob pogoju, da družba sprejme sklep o zmanjšanju kapitala pred pridobitvijo lastnih delnic).

Ob zgornjih navedbah lahko ugotovim, da v primeru BTC pridobitev delnic ni bila brezplačna in, da podjetje ni pridobivalo delnic na podlagi predhodnega sklepa skupščine o zmanjšanju kapitala. Vrednost nakupa lastnih delnic je preseгла deset odstotkov osnovnega kapitala.

6.6. Vloga nadzornega sveta pri primeru BTC

Primer BTC ni sporen zaradi samega notranjega odkupa, pri katerem so sodelovali ne le vodilni, temveč tudi drugi zaposleni. Sporen je zaradi ravnanja nadzornega sveta, ki je dovolil, da je prišlo do notranjega odkupa brez javne ponudbe. BTC je notranji odkup opravljal na zelo zavrit način. Namesto notranjega odkupa, ki bi lahko privedel do višanja cen delnic BTC, se je vodstvo odločilo za vrsto dejanj, katerih edini namen je bil, da se zamegli preglednost prevzema in da se izogne zakonski obveznosti o javni ponudbi za odkup delnic. Vse to zato, da bi sodelujoči v notranjem odkupu prav po slovensko privarčevali in podjetje kupili pod ceno.

Naloga nadzornega sveta je skrb za skupne interese družbe kot asociacije delničarjev. Smisel zakonodaje, ki pokriva področje prevzemov podjetij, ni njihovo preprečevanje, ampak omejevanje tistih aktivnosti udeležencev v prevzemih, ki bi lahko škodovala njihovim delničarjem in drugim udeležencem na trgu kapitala. Gre predvsem za zaščito malih delničarjev. Zakon o prevzemih obravnava načelo enakega obravnavanja vseh delničarjev. S pomočjo tega načela želi preprečiti postopke, v katerih bi prevzemnik po poštenu ceni pridobil nadzorni delež, nato pa bi preostale delničarje odpravil le z nezatno odpravnino. Manjšinski delničarji so namreč primorani prodati delnice po nižji ceni, saj jih prevzemnik v prihodnje pri vodenju poslovne politike lahko izloči iz upravljanja in tudi drugače poseže v njihove premoženjske interese. Za zaščito malih delničarjev bi morale biti vse informacije, ki bi imele vpliv na ceno delnice, javno objavljene takoj, ko je to mogoče. To velja tudi za informacijo o nameravanem prevzemu podjetja, z objavo katere se med drugim želi preprečiti tudi trgovanje na podlagi notranjih informacij. Zato se zahteva predvsem zelo obširno poročanje o transakcijah oseb z notranjimi informacijami in drugim, z njimi povezanih oseb.

Nadzorni svet je v primeru BTC popolnoma odpovedal. Prvič je odpovedal ob prejemu ponudbe za prevzem s strani Regent Europe. Javnost ni bila seznanjena z vsebino ponudbe niti s stališčem nadzornega sveta. Drugič je odpovedal v trenutku, ko je izvedel za namen uprave, da prevzeme podjetje. Takrat bi to moral sporočiti javnosti in zahtevati od menedžmenta, da javno ponudbo za odkup delnic. S tem bi izpolnil svojo odgovornost do delničarjev, saj bi povzročil, da bi se ustvarile možnosti javne dražbe za podjetje, kjer bi se tržno testirala ponudba menedžmenta. Tretjič, preprečiti bi bil moral nenamensko uporabo sredstev iz naslova obveznic za namen nakupa lastnih delnic in njihovega umika, ker je vedel, da gre za trik, s katerim bi manjšinski lastnik čez noč dobil večinski delež.

Četrtrič, ne bi bil smel primakniti lončka k načrtovanemu prevzemu, saj se je s tem dejanjem dvakratni inkriminiral, prvič, ker je zatajil načrtovani prevzem pred drugimi udeleženci na trgu vrednostnih papirjev, in drugič, ker je najverjetneje trgoval na podlagi notranjih informacij (Rus, 2002, str.13).

Naloga nadzornega sveta je, da ščiti delničarje. To, da investicijska javnost ni vedela nič o domnevnomu sovražnemu prevzemu BTC-ja, pomeni, da nadzorni svet ni opravil svoje naloge. Investitorji bi seveda morali vedeti, da se ponuja priložnost za prodajo delnic. Hkrati je nadzorni svet dovolil, da je BTC pospešeno kupoval delnice za sklad lastnih delnic, to pa pomeni, da nadzorni svet ni izpolnil obveznosti do delničarjev.

Postavlja se tudi vprašanje, ali je bila družba pooblaščenka upravičeno ustanovljena. Zakon o privatizaciji pravnih oseb v lasti Sklada RS za razvoj iz leta 1994 predvideva, da se družba pooblaščenka sme ustanoviti z izrecnim namenom izvedbe programa notranjega odkupa v sklopu privatizacije delnic, ki so v lasti Sklada RS za razvoj. Edini izgovor za ustanovitev družbe pooblaščenke bi lahko bila privatizacija 12,5 odstotka delnic BTC, ki je bil v lasti Srda (Zakon o privatizaciji pravnih oseb v lasti Sklada Republike Slovenije za razvoj in obveznostih Agencije Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo, 1994, str.3982).

Izpostavila bi vprašanje neetičnosti nadzornega sveta v zvezi z ustanovitvijo podjetja Invest Point, pri katerem je nadzorni svet finančno sodeloval. Dejstvo, da je nadzorni svet sodeloval pri ustanavljanju družbe, ki naj bi izvedla prevzem brez javne ponudbe, priča o popolnem nezavedanju odgovornosti članov nadzornega sveta do delničarjev. Dejstvo, da so sodelovali pri ustanavljanju Invest Pointa, priča o tem, da je bil nadzorni svet do podrobnosti seznanjen z nameni uprave. Dolžnost nadzornega sveta bi v tistem trenutku bila, da prisili upravo v javno ponudbo za odkup, in to v interesu doseganja čim višje cene delnic vseh delničarjev.

Lahkotnost, s katero je nadzorni svet dovolil upravi, da preusmeri za 20 milijonov evrov namenskega denarja iz obveznic za nakup lastnih delnic podjetja, je vsekakor ena izmed mnogih pomanjkljivosti, ki si jih je nadzorni svet dovolil v primeru podjetja BTC. Nadzorni svet je s tem nase prevzel dodatno breme odgovornosti, saj je glede na to, da sta v tistem času že biti ustanovljeni obe prevzemni družbi Ajdacom in Invest Point, moral vedeti za namen uprave in sebe samega, da bo s tem denarjem poskušala na škodo drugih delničarjev priti do večinskega paketa delnic BTC. Sporna ni le nenamenska poraba denarja iz naslova obveznic, temveč dejstvo, da je nadzorni svet odobril nenamensko porabo za podporo tihemu prevzemu podjetja, s katerim ni seznanil drugih delničarjev.

6.7. *Pravni problemi*

Izvedba *MBO*-ja lahko nasprotuje nekaterim načelom statusnega prava gospodarskih družb, zlasti načelom o prepovedi pridobivanja lastnih delnic.

V vseh evropskih in severnoameriških pravnih redih se postavlja vprašanje, ali je *LBO* dovoljena operacija in v kolikšnem obsegu. Odgovor na navedeno vprašanje ni preprost, saj sta doktrina in sodna praksa različni. Temelj problema je izigravanje upnikov (fraudulent conveyance). Načelno so sodišča, ko so ugotovila, da gre za izigravanje upnikov, štela *LBO* za nedopusten, saj je imel za posledico zmanjšanje kapitala in posledično izigravanje družbenih upnikov.

V slovenskih zakonih (ZGD ali ZOR) ni mogoče najti nobene določbe, ki bi disciplinirala katerokoli operacijo *LBO*. To je tudi razumljivo, saj *LBO* označuje prav raznolikost operacij, ki imajo kot skupno točko le dejstvo, da družba, ki namerava kupiti družbo tarčo, pridobi financiranje na podlagi predvidene dobičkonosnosti slednje.

Videli smo, da je *LBO* problematičen zlasti z vidika načela o prepovedi pridobivanja lastnih delnic. Navedeni problem se kaže tudi v slovenskem pravnem prostoru, saj je načelo prepovedi pridobivanja lastnih delnic uzakonjeno v 240. členu ZGD. Kot opozarja slovenska doktrina, prepoved pridobitve lastnih delnic izhaja iz načela, da delniška družba ne more postati sama svoj delničar, in drugič iz prepovedi vračila vložkov, ki je določena v 225. členu (Zakon o gospodarskih družbah, 1993, str. 1611). Z nakupom lastnih delnic bi prenehal obstajati premoženjski substrat družbe kot pravne osebe, saj bi bile delnice brez vrednosti. Kot je opozoril Kocbek, je obstoj takšne družbe nesmiseln, saj bi bila sama s seboj v protislovju (Kocbek, 1995, str. 63).

Pomemben je tudi 241. člen ZGD, ki določa, da je ničen "pravni posel, s katerim si družba zagotovi predujem ali posojilo za pridobitev delnic". Namen te določbe je razumljiv, saj bi bilo mogoče izigrati načelo prepovedi pridobitve lastnih delnic s pravnimi posli, ki imajo enak ekonomski učinek, kot če bi sama pridobila lastne delnice (Zakon o gospodarskih družbah, 1993, str. 1611). Iz vsega povedanega lahko sklepamo, da je slovenska ureditev, ki sledi nemški, zelo stroga oziroma omejevalna (Mayer, 1997, str. 486).

Kakšne so pravne posledice (Zakon o gospodarskih družbah, 1993, str. 1611)?

- Nezakonito pridobljene so tiste delnice, ki jih je družba pridobila v nasprotju s 1. in 2. odstavkom 240. člena ZGD, in jih mora odsvojiti v enem letu po pridobitvi (če je bil namen pridobitve neposredna škoda ali kasnejši odkup delnic s strani zaposlenih);
- zakonito pridobljene so tiste delnice, ki so bile pridobljene v skladu s 1. in 2. odstavkom 240. člena ZGD, vendar v višini, ki presega deset odstotkov osnovnega kapitala. Družba mora delnice odsvojiti v treh letih po pridobitvi oz. umakniti lastne delnice po preteku roka (243. člen ZGD).

Iz navedenega lahko povzamem, da je družba BTC zakonito pridobivala lastne delnice, vendar sta njihova vrednost in število presegla deset odstotkov osnovnega kapitala.

Sporen naj bi bil tudi čas odkupa lastnih delnic. Možnost, da bi začeli odkupovati delnice za lastni sklad šele po sklepu skupščine delničarjev o zmanjšanju osnovnega kapitala z umikom delnic, je po mnenju vodilnih v BTC-ju sicer najbolj čista, a je v praksi težko izvedljiva. Posledica tega bi bilo občutno povečanje vrednosti delnice, kar bi verjetno pomenilo, da v takem primeru BTC ne bi mogel izpeljati odkupa.

Tabela 2: Potencialne nepravilnosti izvedbe menedžerkega odkupa na eni strani in zagovor BTC-ja na drugi

<i>Potencialne nepravilnosti menedžerskega odkupa v BTC</i>	<i>Kako se BTC zagovarja</i>
<ul style="list-style-type: none"> • BTC ne bi smel kupiti 68,9 odstotka lastnih delnic. 	<ul style="list-style-type: none"> • Delnice so kupovali zaradi obrambe pred prevzemom po nizki ceni oziroma zaradi preprečitve škode za družbo.
<ul style="list-style-type: none"> • Odgovorni v BTC-ju bi morali delnice BTC-ja kupovati s svojim denarjem oziroma najeti posojila s svojim denarjem, ne pa z denarjem BTC. Za nakup delnic so namreč uporabili tudi 40 milijonov mark iz sredstev, ki so jih dobili s prodajo obveznic druge izdaje, čeprav je bil ta denar namenjen za druge točno določene namene. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ta denar so si sposodili in naj bi ga vrnilo do konca leta 2002. Denar bodo povrnili s projekti dezinvestiranja ter prodajo nekaterih dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb.
<ul style="list-style-type: none"> • Ajdacom oziroma Invest Point bi moral objaviti ponudbo za prevzem, saj ima Invest Point kot z Ajdacomom povezana oseba (nekateri lastniki družb so namreč isti) okoli 29 odstotkov delnic BTC. 	<ul style="list-style-type: none"> • Invest Point ni kapitalsko povezana družba z Ajdacomom in jim zato ni treba objaviti ponudbe za prevzem.
<ul style="list-style-type: none"> • BTC ne bi smel ustanoviti družbe pooblaščenke Ajdacom, saj se je lastnil po tako imenovanem Markovičevem zakonu. 	<ul style="list-style-type: none"> • Lastninjenje so pozneje uskladili z določbami zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij.
<ul style="list-style-type: none"> • Upniki bodo zaradi prevelike zadolženosti BTC po umiku delnic na slabšem. Poslabšala se bo varnost upnikov, pa tudi kreditna sposobnost družbe. BTC ima za 17,5 milijarde tolarjev dolgoročnih posojil, kar pomeni, da bo njegova zadolženost po umiku lastnih delnic presegla kapital za pet milijard tolarjev. 	<ul style="list-style-type: none"> • Menedžerji BTC-ja so motivirani, saj imajo možnost voditi podjetje samostojno, izkoristijo lahko lastne razvojne možnosti, hkrati pa to pomeni prirast kapitala podjetja ter boljši finančni položaj upnikov.

Menedžerski odkup kot tak zakonsko seveda ni sporen, je pa to izredno občutljiva oblika privatizacije, oranje ledine.

6.8. Izpodbojna tožba predsednika nadzornega sveta Ivana Nerada

Predsednik nadzornega sveta Ivan Nerad je na skupščini o zmanjšanju osnovnega kapitala nasprotoval nekaterim predlaganim sklepom, med drugim tudi sklepu o umiku lastnih delnic. Ivan Nerad je v času skupščine BTC napovedal izpodbojne tožbe za vse predlagane sklepe, to je kasneje tudi storil. Ivan Nerad oziroma njegovo podjetje IN-19 je 0,035-odstotni lastnik BTC in 4,55-odstotni lastnik Invest Pointa. To pomeni, da ima Ivan Nerad 2.936 delnic BTC, kar pomeni glede na takratno tržno vrednost delnice BTC dobrih 48 milijonov tolarjev. Ivan Nerad naj bi v Invest Point vložil 40 milijonov tolarjev, on pa je želel za ta delež iztržiti 120 milijonov tolarjev.

Zaradi Neradove izpodbojne tožbe zoper sklepe skupščine o zmanjšanju osnovnega kapitala načrtovanega zmanjšanja kapitala v BTC niso nekaj časa mogli registrirati. Tako se jim je menedžerski odkup za nekaj časa prestavil. Tako je postopek registracije postal odvisen od registrskega sodišča (Hočevar, Weiss, 2002, str. 3).

6.9. Neetičnost BTC-ja

Iz ZGD jasno izhaja, da mora uprava voditi družbo v korist družbe in na svojo odgovornost. Uporaba informacij, ki jih dobiš pri upravljanju družbe, je zloraba notranjih informacij, če jih uporabiš za svojo korist. Odkup družbe po ugodni ceni za kupca pa je uporaba v svojo korist, še posebej če razširiš vesti, ki zmanjšajo vrednost delnic, in poceniš svoj nakup. Kdo bolj pozna poslovanje družbe kot uprava. Lahko bi rekli, da je vsak menedžerski odkup zloraba notranjih informacij. Tudi za BTC lahko seveda rečemo, da gre za zlorabo notranjih informacij. Mislim, da gre tukaj predvsem za vprašanje etičnosti oziroma neetičnosti. Kako naj bo to dejanje neetično, če pa gre vendarle za odkup, ki ga izvaja menedžment tega istega podjetja; podjetja, v katerem ta menedžment dela. Seveda si menedžment ne more zatiskati oči pred dejstvi, da pozna notranje informacije in da jih tudi uporabi. Mislim da, če bi bilo to dejanje neetično, menedžerski odkupi ne bi bili praksa, oziroma zakonsko ne bi bili dovoljeni.

Dejstvo je, da je treba v času menedžerskega odkupa za nekaj časa zamrzniti dejavnost družbe, da se denarni tok porabi za odkupovanje lastnih delnic. Menedžerji vsekakor delujejo v svojo korist, ali pa je to tudi v korist družbe in vseh delničarjev, je seveda odvisno od posameznega primera. Ponavadi so najbolj oškodovani mali delničarji.

Vodstvo BTC-ja naj bi kršilo Zakon o gospodarskih družbah ter lastni statut in javnosti posredovalo lažno informacijo o grožečem prevzemu. BTC je vzorčen primer, kako lahko v tranzicijskem privatizacijskem obdobju prideš do velikega premoženja praktično iz nič, če zasedaš pozicijo, ki to omogoča, če imaš dobre zveze in poznanstva tudi na banki. Da izkoristiš pomanjkljivosti določenega obdobja, ni nič napačnega in nemoralnega. Če to delajo vsi, zakaj tudi ti ne bi. Moje mnenje je, da je tu BTC samo pokazal, da je zelo sposoben.

Tega, da je vodstvo BTC v javnost spravilo lažno informacijo, da družbi grozi prevzem s strani tujega sklada, je po mojem mnenju lahko kriv samo nadzorni svet družbe, saj je njegova naloga zaščititi delničarje. To pomeni, da če je bil sovražni prevzem lažen, bi moral nadzorni svet to vsekakor posredovati javnosti.

Domneva o sovražnem prevzemu se pozneje ni izkazala za resnično. Ob ponudbi Slovenske razvojne družbe, ki je avgusta 2001 prodajala 12,45-odstotni delež BTC, med interese ni bilo tujih podjetij. BTC je na koncu te delnice kupil sam za 1,5 milijarde tolarjev. Grožnja tujcev se ni niti potrdila na londonski borzi, kjer so kotirala globalna potrdila o lastništvu (GDR). Ta so bila namreč povsem nelikvidna in zato poceni. BTC je avgusta 2001 od depozitarne banke Bankers Trust, ki je vodila program GDR, odkupil 8,5 odstotka delnic in tako umaknil potrdila GDR z londonske borze. Posel je bil zanimiv tudi zato, ker je BTC te delnice odkupil po precej nižji ceni, kot jih je tujim lastnikom prodal.

Model menedžerskega odkupa BTC-ja je pri vsem tem paradokсно v pravnem in poslovnem smislu še najbolj transparenten. Izvedenih je bilo namreč več podobnih MBO ob relativno nizkih prevzemnih cenah v podjetjih, ki še niso kotirala na borzi ali njeni izvedeni obliki (OTC trg).

Vprašanje o dopustnosti menedžerskih odkupov je seveda odvisno od konkretnega primera, od konkretnih namenov, od načina izvajanja operacij, sodne razlage posameznih določb, sistematike zakonov in členov. Skratka vse je odvisno od spremenljivih dejavnikov.

7. DRUGA PODJETJA V SLOVENIJI Z ODLOČILNIM DELEŽEM NOTRANJIH LASTNIKOV

Med temi podjetji so kranjska Iskra Emeco, Domel iz Železnikov, Eti Izlake, Kovinoplastika Lož, ljubljanski PAP Telematika, trebanjski Trimo, SVEA iz Zagorja in še nekatera (Krašovec, 2002, str. 2).

Primer uspešnega menedžerskega odkupa podjetja je gotovo slovenjgraški Prevent, v katerem je menedžmentu uspelo vzpostaviti prenovljen model organizacijske kulture ter postopoma preoblikovati podjetje v mednarodno diverzificiran poslovni sistem (Lahovnik, 2002, str. 12).

7.1. Primer Mercator

Zamisel o MBO-ju v Mercatorju sega v leto 1998, praktično na začetek njegovega vzpona. Takrat je predsednik uprave prepričal vodilne ljudi v Mercatorju, da skupaj kupijo pet odstotkov delnic Mercatorja. Lani marca je Zoran Janković v imenu menedžerjev Mercatorja dal Kadu in Sodu ponudbo za odkup njunega 31-odstotnega deleža. Ponudil je povprečno tržno ceno delnice v zadnjih šestih mesecih, brez odloga plačila. Premijo naj bi predlagala potencialna prodajalca. Deset odstotkov kupnine naj bi poravnali z gotovino, za drugo naj bi osebno najeli posojilo. Kreditne linije so bile načelno dogovorjene, menedžerski odkup naj bi financirale banke iz Anglije in Nemčije, specializirane za tovrstne posle. Posojilo naj bi bilo zavarovano s kupljenimi delnicami. Za odplačilo naj bi potrebovali od 8 do 12 let. Kad in Sod temu predlogu nista a priori nasprotovala, ker pa naj ponudba ne bi izpolnjevala njihovih meril, je dogovarjanje zastalo (Križnik, 2002, str.15).

Drugi predlog Mercatorjeve uprave je bil zamenjava rednih delnic v prednostne. Če bi Kad privolil v ta predlog, bi se s tem v celoti odpovedal upravljavskim pravicam (Tekavec, 2002, str.11).

Iz tega sledi, da se država ne bo kar tako odrekla svojim upravljavskim pravicam v največji slovenski trgovinski družbi.

7.1.1. Vloga nadzornega sveta pri Mercatorju

Mercator je zanimiv primer zato, ker se še ni zgodil. Generalni direktor Mercatorja Zoran Jankovič v javnosti ne skriva svojega namena, da bi izvedel menedžerski odkup. Že več kot eno leto skuša prepričati javna sklada Sod in Kad, naj menedžerski ekipi prodata svoj delež.

Naloga nadzornega sveta pa je, da postavi Mercator na trg in povabi vse zainteresirane kupce, da dajo ponudbe, med katerimi bo enakopravno konkurirala tudi ponudba Mercatorjeve vodilne ekipe. Ker pa nadzorni svet tega ni naredil, ni prisilil menedžmenta v javno ponudbo za odkup in ni odprl podjetja drugim ponudnikom, je preprečil, da bi delničar lahko realiziral tak kapitalski dobiček.

7.2. *Primer GV Skupina*

Sedmerica vodilnih poslovnežev družbe GV Skupina je zastavila lastno premoženje in s tem odkupila polovico podjetja. Posojilo za nakup polovičnega deleža družbe GV Skupina je sedmerica dobila pri tuji banki, pri čemer ji je na pomoč priskočil švedski partner, ki ima v družbi okrog 28-odstotni delež in je tudi 50-odstotni lastnik hčerinske družbe Skupine GV Časnika Finance. Ta primer, da poslovneži zastavijo lastno premoženje, je v Sloveniji še izjema. Razlog za tak odkup je bil predvsem nevarnost sovražnega prevzema in s tem izguba delovnih mest.

Zgodba o tem sega v obdobje (dobro leto nazaj, pred septembrom 2001), ko sta se družba GZS in družba za opravljanje KBM Infond, ki upravlja Infond Zlat, začeli dogovarjati o ločevanju portfeljev; po predlogu dogovora bi DZS izstopila iz lastništva KBM Infonda, v zameno pa bi KBM Infond ponudil DZS naložbe iz lastnega portfejlja – v igri je bil 50-odstotni kapitalski delež pida Infond Zlat v GV Skupini. S takšno rešitvijo v GV Skupini seveda niso mogli biti zadovoljni, saj bi tako DZS postal njihov večinski lastnik, hkrati pa konkurenca. Zato je GV Skupina oz. sedem glavnih poslovnežev v GV Skupini pripravila konkurenčno ponudbo za odkup deleža GV Skupine, ki ga je imela KBM Infond.

8. SKLEP

Rešitve, ki jih ponuja evropska zakonodaja in ki jih je slovenski zakonodajalec tudi posnemal, odpirajo nove poti in možnosti za priznanje **LBO** v naši ureditvi. Prav združitev gospodarskih družb, ki sledi klasičnemu **LBO**, zaradi neposredne zaščite upnikov ali/in družbenikov v primeru združitve lahko sanira vse "napake", ki jih povzroča **LBO**. Torej, kar se na eni strani odvzame – mislimo na zmanjšanje družbenih sredstev družbe tarče v škodo njenih družbenikov in upnikov – se nazaj pridobi po neki drugi poti prek vseh tistih zaščitnih sredstev, ki jih predvidevajo določbe o združitvi gospodarskih družb v korist subjektov, katerih interesi so ogroženi z **LBO**.

MBO so primerna oblika koncentracije lastništva v podjetjih, vendar ne morejo postati glavno orodje za drugi val tranzicijskega lastninjenja.

V poslovnem smislu je edino ustrezno vprašanje, ali bo razvoj teh podjetij počasnejši, ker se del denarnih tokov namenja za financiranje kreditov, ki so bila podlaga za nakup lastnih delnic.

Eden od pomembnih vzrokov za negativen odnos javnosti do menedžerskih odkupov podjetij je preprosto človeška zavist.

Moje mnenje o opcijskem nagrajevanju je, da gre za eno izmed povsem enakovrednih legalnih možnosti spremembe lastniške strukture v slovenskih gospodarskih družbah, ki je zelo razpršena. Taki odkupi pa seveda morajo biti pregledni, predvsem pa morajo spoštovati predpise v skladu z menedžerskim kodeksom poslovne etike, kar pomeni, da mora biti menedžersko ravnanje usmerjeno v nenehno večanje blaginje ne samo zaposlenih, ampak vseh, katerih materialni položaj je odvisen od delovanja tega podjetja.

Moje mnenje o izpeljavi **MBO** v podjetju BTC je:

- poudariti je treba, da gre pri BTC-ju za delavsko-menedžerski odkup, saj so pri njem sodelovali tudi drugi zaposleni v BTC-ju in ne samo uprava. Javnost je zelo nasprotovala poteku tega odkupa, po mojem mnenju zato, ker je mislila, da so se okoristili samo glavni v BTC-ju in ne tudi drugi;
- zelo pomembno je vprašanje, ali BTC varuje interese upnikov. Težave bi nastale, če BTC ne bi mogel plačevati obveznosti iz obveznic, kar pa, sodeč po bilancah, ne bi smel biti problem. Hkrati pa so te obveznice hipotekarne, kar pomeni, da so zavarovane z nepremičninami, ki pa so bile tržno ovrednotene;
- za umik lastnih delnic so imeli vire, zakaj pa ne ravno umik;
- Ajdacom in Invest Point sta kupovala veliko, a ne večino. Kupovala sta na borzi, borza pa je namenjena preglednemu srečevanju kupcev in prodajalcev. In na borzi so lahko kupovali vsi. V tem smislu je bil postopek prevzemanja BTC zelo pregleden;
- zmanjšanje kapitala bi bilo problematično, če bi uprava na svojo roko zmanjšala kapital. Ta pa se ni zgodilo. Uprava je le predlagala zmanjšanje kapitala skupščini delničarjev. Ta je predlog potrdila in s tem povedala, da večina delničarjev podpira tisto, kar je bilo sicer v korist predlagatelja. S tem je pot do večine dobila vso legitimnost;
- če se upoštevajo vsi predpisi, ne bi smelo priti do vprašanja nemoralnosti. Pri primeru BTC seveda gre za upoštevanje vseh predpisov, mogoče pa bode v oči njihova izvirnost pri odkupu. Odkup BTC nikakor ni šolski primer, ne z vidika ekonomske znanosti, ne z vidika posla in ne z vidika politike;
- ko uprava prevzeme podjetje, tvega tudi s svojim kapitalom, kar pa seveda še ni jamstvo, da bo družbo vodila v korist družbe in vseh delničarjev in bodo odločitve najboljše. Vsekakor pa bodo odločitve v očeh uprave najboljše možne, saj gre tudi za plemenitenje njihovega denarja.

9. LITERATURA

1. Antončič Boštjan: Odkupi podjetij s strani menedžmenta kot metoda privatizacije. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1992. 59 str.
2. Bešter Janez: Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, menedžerje, zaposlene, upnike in državo. Gospodarski Vestnik, Ljubljana, 1996, 157 str.
3. Debeljak Mateja: Prevzemi podjetij v Sloveniji po odpravi družbene lastnine. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 61 str.
4. De Caires: Management Buy-outs. London: Euromoney Publications, 1988. 147 str.
5. Glas Miroslav, Kovač Bogomir: Politična ekonomija tržne družbe. Ljubljana: Opcija Univerza, 1990. 239 str.
6. Hočevar Borut in Weiss Monika: Preoblikovanje BTC se je zataknilo. Finance Ljubljana, 1. februarja 2002, 22, str. 3.
7. Kocbek: Delnice in delniška družba. Gospodarski Vestnik, Ljubljana, 1995, 48, str. 63.
8. Krašovec Tone: Opcije kot možna vstopnica za managerski odkup podjetij. Strokovni posvet »Managerski odkup podjetij-MBO«, Ljubljana, 14. februarja 2002. Str.1-7.
9. Krašovec Tone: Zakaj ni več odkupov podjetij?. Manager, Ljubljana, 13. marca 2002a, 3, str. 26-27.
10. Krašovec Tone: Večji vpliv poslovne uspešnosti. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1. julija 2002b, 26, str. 22-23.
11. Križnik Božena: Jankovič ne razume, zakaj tujci smejo, domači pa ne. Delo, Ljubljana, 11. septembra 2002, str.15.
12. Lahovnik Matej: Prevzemanje=večanje=pogoj za širjenje na tuje trge. Delo, Sobotna priloga, Ljubljana, 17. avgusta 2002, str.12-13.
13. Management and employee buy-out in central and eastern Europe – an introduction. London: EBRD, 1993. 99 str.
14. Mayer: Lastne delnice, Finančno-revizijski vidik. Podjetje in delo, Ljubljana, 1997, 5, str. 486.
15. Mihajlovič Novica: Koliko bo Srd iztržil za svoj delež v BTC? Finance, Ljubljana, 20. avgusta 2001, 146, str. 10.
16. Milivojevič Gregor: Managerski odkup podjetja pri spreminjanju lastništva slovenskih podjetij: Primer BTC, d. d. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 43 str.
17. Odar Marjan: Pridobivanje in odtujevanje lastnih delnic. IKS revija za računovodstvo in finance, Ljubljana, 1998, 9, str. 16.
18. Petrič Tine: Managerski odkupi v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 48 str.

19. Rus Andrej: Nadzorni sveti se delajo neumne. Kdo jih bo tožil? Delo, Ljubljana, 30. novembra 2002, str. 12–14.
20. Samec Nataša: (Dolžnost) nevtralnost(i) uprave pri prevzemu. Podjetje in delo, Ljubljana, 15. junija 2001, 3, str. 370-404.
21. Simoneti Marko: Primerjalni pogled pristopov k privatizaciji v bivših socialističnih državah: 24. simpozij o sodobnih metodah v računovodstvu in poslovnih financah. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 1992, str. 24.
22. Smrekar Tanja: Vodilni v BTC kmalu do večinskega deleža. Finance, Ljubljana, 16. novembra 2001, 208, str. 3.
23. Šešok Klemen: Davki: Davčni vidik managerskega odkupa podjetja (I). Pravna praksa, Ljubljana, 30. maja 2002, 20, str. 13-15.
24. Šešok Klemen: Davki: Davčni vidik managerskega odkupa podjetja (II). Pravna Praksa, Ljubljana, 13. junija 2002a, 21, str. 12-15.
25. Tekavec Vanja: Kdor profitira, naj tudi tvega. Delo, Ljubljana, 13. septembra 2002, str. 11.
26. Varanelli Luigi: Leveraged buyouts med teorijo in prakso. Podjetje in delo, Ljubljana, 15. junija 2001, 3, str. 356-369.
27. Vuković Vesna: Menedžerski odkup pod pretvezo obrambe pred tujci. Finance, Ljubljana, 31. decembra 2001, 237, str. 20.
28. Wright M., et al.: Buy-ins and buy-outs: New Strategies in Corporate Management. London: Center for Management Buy-out Research University of Nottingham, 1991. 238 str.
29. Wright M., Robbie K.: The investor buy-out: A new strategic option. Long range Planning, 1996. Str. 691–702.
30. Weston J. Fred, Chung S. Kwang, Hoag E. Susan: Mergers, Restructuring, and Corporate Control. Englewood Cliffs (N:Y): Prentice Hall, 1990. 762 str.

10. VIRI

1. Managerski odkup in opcijski delniški program. Šesta seja UO, 2002.
[URL:<http://www.zdruzenje-manager.si/slo/kdo-smo/upravni-odbor/odkup-opcije>], 18. aprila 2002.
2. O družbi: Lastniška struktura. 2002. [URL:<http://www.btc.si/0115p.php>], 5. december 2002.
3. Poslovne aktivnosti BTC d.d., Ljubljana 1994.
4. Predlog zakona o udeležbi zaposlenih pri dobičku družbe (Poročevalec Državnega zbora RS, št.51/97, str.3).
5. The Mirus Online Newsletter, 2002.
[URL:http://www.imakenews.com/rcwmirus/e_article000017429.cfm], 6. avgusta 2002.
6. Zakon o davku od dobička pravnih oseb: (Uradni list RS, št. 72/93, str. 3781).
7. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/93, str.1611).
8. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/92, str. 3117).
9. Zakon o prevzemih (Uradni list RS, št. 47/97, str. 4157).
10. Zakon o privatizaciji pravnih oseb v lasti Sklada Republike Slovenije za razvoj in obveznostih Agencije Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo (Uradni list RS, št. 71/94, str. 3982).
11. Zgodovina, 1998. [URL:<http://www.btc.si/0115p.php>], 5. decembra 2002.

Slovarček slovenskih prevodov tujih izrazov

Distributable profits – Sredstva iz razdeljivega dobička

Fraudulent conveyance – Izigravanje upnikov

Investitor led buyout – Odkup s strani institucionalnega investitorja

Leveraged buyout (LBO) – Odkup z zadolžitvijo

Management buyin (MBI) – Odkup zunanjih menedžerjev

Management buyout (MBO) – Menedžerski odkup

Open market repurchases – Nakupi na borzi

Ordinary resolution – Pridobivanje delnic prek borze s sprejemom sklepa z navadno večino

Out of the proceeds of a fresh issue of shares made for the purposes of the redemption - Izkupiček iz povečanja kapitala, opravljenega za financiranja pridobitve

Self tender offers – Javna ponudba za vse delničarje

Senior lenders – Gre za glavne financerje, kot so banke, finančne organizacije.

Special resolution – Prosto pridobivanje delnic prek borze

Subordinate lenders – Gre za velike finančne družbe, zavarovalnice ali razne sklade, ki prispevajo dolgoročna finančna sredstva in dobivajo nazaj sredstva samo potem, ko so v celoti izplačani glavni financerji.

Treasury shares – Državne obveznice