

Univerza v Ljubljani

Pravna fakulteta

MENEDŽERSKI ODKUPI PODJETIJ

(magistrsko diplomsko delo)

Avtor: Luka Ržek

Mentor: doc. dr. Gregor Dugar

Ljubljana, januar 2020

POVZETEK

Menedžerski odkupi podjetij, ki so se razvili v Združenih državah Amerike in se kasneje uveljavili tudi v evropskem prostoru, so sestavljeni iz različnih pravnih institutov in finančnih operacij. V slovenski pravni ureditvi niso urejeni celostno prav zaradi svoje kompleksnosti, zato je pri njihovi analizi potrebno preučiti vsak posamezni institut v postopku odkupa posebej. Pri razvoju posameznih institutov, ki predstavljajo del menedžerskega odkupa, so imeli v Sloveniji pomembno vlogo medijsko odmevni primeri odkupov, na katere se je (včasih neposrečeno) z zamudo odzval zakonodajalec.

Magistrsko delo najprej obravnava sam pojem menedžerskih odkupov podjetij, njihov zgodovinski razvoj in razloge za tovrstne odkupe podjetij. V nadaljevanju magistrskega dela je prikazan menedžerski odkup po fazah, pri čemer se loči faza pridobivanja sredstev za menedžerski odkup podjetja in faza poplačila dolga za izvedbo menedžerskega odkupa. Ker gre pri menedžerskih odkupih za specifično situacijo, v kateri vodstvo družbe nastopa kot prodajalec in kupec, magistrsko delo nadalje obarvava problematiko konflikta interesov, asimetrije informacij in z njima povezano morebitno zlorabo notranjih informacij. V zadnjem delu sledi še finančna asistenca družbe tarče, ki je bila v povezavi z menedžerskimi odkupi podjetij v Sloveniji izpostavljena kot glavna problematika takšnih odkupov podjetij. Nazadnje je predstavljena še problematika varstva upnikov iz vidika menedžerskih odkupov podjetij, saj so običajno upniki prevzete družbe tisti, ki nosijo breme nepravilno in nezakonito izvedenih menedžerskih prevzemov.

Ključne besede

menedžerski odkup podjetja, prevzemi, financiranje odkupov, pripojitev družb, konflikt interesov, asimetrija informacij, trgovanje na podlagi notranjih informacij, finančna asistenca, varstvo upnikov pri združitvah.

SUMMARY

Management buy-outs, which were developed in the United States of America and were later established in the European environment, consist of various legal institutes and financial operations. Under Slovenian legal regime, MBOs are not fully regulated precisely because of its complexity. When analysing MBOs, it is therefore necessary to examine each institute in the buying-out process separately. High-profile cases had significant role during the development of the individual institute of MBO in Slovenia and were the reason for late (and sometimes failed) response of our legislator.

This master thesis firstly examines the term of MBO itself, its historical evolution and the reasons for such buy-outs. The following part of this master thesis shows the MBO by stages, separating the phase of obtaining the funds for buy-out of the company and the phase of repayment of the debt that was obtained for a purpose of the buy-out. Since MBOs create a specific situation in which the management acts as a buyer and a seller, this master thesis further focuses on the issue of the conflict of interest, information asymmetry and related potential misuse of inside information. The final part of this master thesis addresses the issue of the financial assistance of a target company which was highlighted as the main issue of MBOs in Slovenia. Lastly, the issue of protection of creditors is presented from the viewpoint of MBOs, since the creditors of the acquired company can carry the burden of inaccurate and unlawful MBO.

Key words

management buy-out, takeovers, financing of buy-outs, merger of companies, conflict of interest, information asymmetry, insider trading, financial assistance, creditor protection in mergers.

Kazalo vsebine

1.	Uvod	1
2.	Pojem MBO	2
2.1.	Oblike MBO	3
2.2.	Zgodovinski razvoj	4
3.	Razlogi za MBO	6
3.1.	Odnos principal – agent kot eden izmed argumentov za MBO	7
4.	Pravni viri	9
4.1.	Zakon o prevzemih (ZPre-1)	9
4.2.	Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1).....	12
5.	Opis postopka MBO.....	13
5.1.	Faza pridobivanja finančnih sredstev za odkup	13
5.2.	Faza poplačila dolga do financerjev operacije.....	15
5.2.1.	Downstream združitve	17
5.2.2.	Upstream združitve	18
6.	Nezaželeni pojavi pri operacijah MBO.....	18
6.1.	Konflikt interesov	18
6.2.	Problem asimetrije informacij.....	21
6.3.	Problem insiderstva	23
7.	Finančna asistenca družbe tarče.....	25
7.1.	Prepoved pridobivanja lastnih delnic.....	26
7.2.	Finančno asistiranje družbe tarče pri MBO	28
8.	Varstvo upnikov pri MBO	32
8.1.	Pravila, s katerimi se uresničuje načelo ohranjanja kapitala	34
8.2.	Pravica upnikov zahtevati dodatno zavarovanje njihovih terjatev	36
8.3.	Dodatno varstvo upnikov pri pripojitvi	37
9.	Zaključek	39
10.	Literatura in viri	41
10.1.	Literatura	41
10.2.	Članki	42
10.3.	Pravni viri	43
10.4.	Sodna praksa	44

1. Uvod

Sprememba lastništva v družbi predstavlja običajen dogodek pri poslovanju in delovanju družb v tržnem gospodarstvu. Razmerja med lastniki v družbi so lahko različna. Tako je lastništvo družbe razpršeno na veliko različnih subjektov ali pa ima v družbi odločilno vlogo le en sam subjekt. Lastniki družbe zasledujejo na trgu predvsem en cilj, in sicer čim višji dobiček. Bliskovit gospodarski razvoj v 20. stoletju je doprinesel k ločitvi lastniške funkcije ter vodstvene funkcije v družbi. Slednjo v večjih družbah opravljajo menedžerji, ki vodijo družbo in tako upravljajo s kapitalom, ki ga lastniki vložijo v družbo. Zaradi želje po večji povezanosti z družbo in posledično zaradi participacije na dobičku družbe, so menedžerji želeli vstopiti v lastništvo družbe, ki jo vodijo. Menedžerski odkupi podjetji (ang. *management buy-out*, v nadaljevanju MBO) tako predstavljajo enega izmed načinov hitre konsolidacije in koncentracije lastništva. Posledica operacije MBO v družbi je, da so menedžerji bolj motivirani za uspešno delovanje družbe na trgu, saj so zaradi njihove udeležbe v lastništvu nagrajeni v primeru uspešnega poslovanja. Nenazadnje pa z vstopom v lastništvo postanejo menedžerji aktivni lastniki, kar pomeni, da poleg vodenja družbe prevzamejo nase tudi tveganje morebitnega slabega poslovanja družbe.

Operacije MBO so imeli v našem prostoru pomembno vlogo v procesu privatizacije in tranzicije iz socialističnega v kapitalistični sistem. Slovenske medije so lep čas polnile zgodbe o »tajkunskih« prevzemih velikih slovenskih gospodarskih družb. V javnosti se je posledično izoblikovalo mnenje, da gre v primeru operacij MBO predvsem za bogatenje bogatih posameznikov na račun drugih. Z njimi se je v Sloveniji med leti 2005 in 2010 ukvarjali domala vsi, od politike, sodstva, medijev do širša javnost. Od takrat je v času pisanja predmetnega dela minilo desetletje, zato je mogoča lažja objektivna analiza in pregled institutov, ki oblikujejo samo operacijo MBO, in varoval, ki v slovenski zakonodaji omogočajo, da je operacija MBO izpeljan korektno in pravilno. Namen predmetnega dela je zato predvsem strokovna in objektivna analiza pravnega postopka menedžerskega odkupa, osvetlitev določenih tveganj, ki se lahko pojavijo tekom operacij MBO, in pregled institutov v slovenski zakonodaji, ki služijo kot varovala pred omenjenimi tveganji. Vse navedeno brez iskanja krivcev in oseb, ki naj bi imele korist od medijsko najbolj odmevnih operacij MBO v slovenskem prostoru.

2. Pojem MBO

Jasno, kratko in jedrnato orisati, kaj menedžerski odkup pravzaprav sploh je, je že samo po sebi težko. Ne le zato, ker gre za skupek zapletenih pravnih in finančnih operacij, temveč tudi zato, ker obstajajo številne oblike in načini takih odkupov.¹ Pojem MBO označuje nakup družbe, dela družbe ali njenih sredstev, ki ga opravi posamezni notranji menedžer ali skupina notranjih menedžerjev. Pojem se je širše pričel uporabljati v osemdesetih letih prejšnjega stoletja. Prvič naj bi ga uporabili znotraj delovne skupine v družbi 3i PLC, in sicer med leti 1978-1979. Od takrat se je pojem hitro razširil, predvsem s pomočjo medijev.²

Za razumevanje pojma MBO je potrebno najprej opredeliti pojem odkupa z zadolžitvijo (ang. leveraged buy-out, v nadaljevanju LBO), saj operacija MBO predstavlja le eno izmed vrst operacij LBO. LBO pomeni pravno-finančno operacijo, ki je namenjena nakupu pomembnih deležev gospodarske družbe oziroma njenemu prevzemu. Operacija je razdeljena na dve fazi, in sicer:

- na prvo fazo, v kateri skušajo prevzemniki pridobiti financiranje in
- na drugo fazo, ki je namenjena poplačilu dolga do financerjev operacije.³

Z drugimi besedami je LBO prijem oz. tehnika financiranja, ko kupec uporabi dolg za financiranje prevzema izbranega podjetja, pri čemer mislimo na prevzeme javnih delniških družb, 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 iz organiziranega trga.⁴

Kot že navedeno, običajno LBO poteka v dveh fazah. V prvi fazi se običajno ustanovi posebna družba, ki ima minimalni osnovni kapital in je namenjena izključno izvedbi prevzema družbe tarče. Ker novoustanovljena družba nima nobenega lastnega premoženja, finančna sredstva

¹ Varanelli Luigi, Menedžerski odkupi, izvedeni s tehniko management buyout, Pravna praksa, št. 49-50, 2007, str. 6.

² Webb Ian, Management buyouts (2nd edition), Gower Publishing Company, Vermont, 1990, str. 3-4.

³ Varanelli Luigi, Menedžerski odkupi, izvedeni s tehniko management buyout, Pravna praksa, št. 49-50, 2007, str. 6.

⁴ Varanelli Luigi, Leveraged buyouts med teorijo in prakso, Podjetje in delo, št. 3, 2001, str. 356.

za odkup delnic ciljne družbe pridobi od bank. Banke običajno zavarujejo posojilo, ki so ga dale novonastali družbi z zastavno pravico na vrednostnih papirjih ciljne družbe. Opisani prvi fazi v procesu LBO običajno sledi druga faza, v kateri smo priča združitvi novoustanovljene družbe s ciljno družbo. Združitev družbe tarče in novonastale družbe je praviloma izvedena s pripojitvijo novoustanovljene družbe k družbi tarči.⁵ S pripojitvijo novonastale družbe k družbi tarči, preidejo na družbo tarčo tudi vse obveznosti novonastale družbe, ki izvirajo večinoma iz nakupa družbe tarče.

2.1. Oblike MBO

V praksi se operacija MBO lahko izvede na različne načine in z različnimi deležniki v postopku odkupa. V nadaljevanju so opisane najpogostejše pojavne oblike MBO:

- *delavsko-menedžerski odkup* (a management-employee buy-out, v nadaljevanju MEBO) je oblika MBO, pri kateri je poleg manjše skupine višjega managementa, ki so imetniki kapitala, v lastništvo družbe vključen tudi preostali management in zaposleni v družbi. MEBO se običajno izvede v primeru, ko je v družbi pomemben specifičen človeški kapital zaposlenih ali v primeru, ko je družba geografsko zelo razpršena, kar onemogoča direktno vodenje podjetja, ali v primeru, ko je potrebno spodbuditi sindikate, da podprejo spremembo lastništva v družbi.⁶
- *menedžerski odkup od zunaj* (management buy-in, v nadaljevanju MBI) je menedžerski odkup podjetja, pri katerem vodilni člani managementa prihajajo od zunaj. Čeprav na prvi pogled MBI deluje identičen postopku MBO, MBI predstavlja večje tveganje, saj zunanji management ne pozna poslovanja družbe tarče v takšni meri, kot ga lahko pozna notranji management družbe tarče.⁷
- *hibridna oblika menedžerskega odkupa* (buy-in/management buy-outs, v nadaljevanju BIMBO) je oblika menedžerskega odkupa, s katero so imetniki tveganega kapitala skušali zmanjšati tveganje, ki nastane pri MBI. Gre za obliko menedžerskega odkupa, v kateri so združene lastnosti MBI in MBO, tako da združuje prednosti podjetniškega

⁵ Varanelli Luigi, Menedžerski odkupi, izvedeni s tehniko management buyout, Pravna praksa, št. 49-50, 2007, str. 6.

⁶ Wright Mike, Burrows Andrew in drugi, The implications of alternative investment vehicles for corporate governance, Centre for Management Buy-out Research, Nottingham, 2007, str. 9.

⁷ Robbie Ken, Wright Mike, Thompson Steve, Management buy-ins in the UK, Omega, št. 20, 1992, str. 446.

strokovnega znanja zunanjega managementa in poglobljeno notranje znanje notranjega managementa.⁸

2.2. Zgodovinski razvoj

Razvoj operacij MBO je neposredno povezan z operacijami LBO. Glede na to, da MBO predstavlja zgolj eno izmed različic LBO, je bil njun razvoj sočasen. Operacije MBO, kot jih poznamo danes, so se razvile v šestdesetih letih 20. stoletja v Združenih državah Amerike. Manjši posli, ki so že imeli elemente operacij LBO, so bili izvršeni že konec petdesetih let 20. stoletja, vendar smo bili priča največjemu porastu operacij LBO po letu 1964.⁹ Prve operacije LBO so se nanašale na majhne družbe, ki so le redko imele prihodek, ki je bil višji do 20.000 dolarjev. Ker je bilo financiranje odkupa zavarovano s stvarnimi (zastavnimi) pravicami nad premoženjem družbe tarče, financerji običajno niso imeli deležev ali delnic družbe. Takšen način financiranja je bil izpeljan običajno z zavarovanim kreditiranjem (ang. *secured financing*). Zaradi velikega uspeha tovrstnih odkupov, so financerji uporabili enake modele v bolj tveganih primerih in z večjim prenosom kapitala. Večje tveganje je posledično prineslo financerjem tudi večje dobičke, kar je privedlo do tega, da so na začetku sedemdesetih let finančne družbe začele financirati te operacije brez jamstev (ang. *unsecured financing*). V zameno za prenos kapitala so finančne družbe postale delničarke družb tarč in so hkrati pričakovale, da bo kupljena družba ustvarjala dobiček. Konec osemdesetih let 20. stoletja se je LBO razvil do takšne mere, kot ga poznamo danes. Finančne družbe običajno niso lastnice premoženja oziroma nimajo nikakršnih stvarnih pravic na premoženju družbe tarče in niso njene delničarke. Edino "jamstvo", ki ga imajo, je samo hipotetično: dobičkonosnost družbe tarče. Zato postanejo čedalje pomembnejši poslovni načrt oziroma business plan, ki financerjem omogoča ocenjevanje stopnje tveganja.¹⁰ Odplačevanje dolga, ki izvira iz nakupa družbe tarče je torej odvisno predvsem od prihodkov same družbe tarče, saj se iz njenih prihodkov poplačuje kredit, ki je bil pridobljen za namen njenega prevzema.

⁸ Wright Mike, Burrows Andrew in drugi, The implications of alternative investment vehicles for corporate governance, Centre for Management Buy-out Research, Nottingham, 2007, str. 9.

⁹ Webb Ian, Management buyouts (2nd edition), Gower Publishing Company, Vermont, 1990, str. 6.

¹⁰ Varanelli Luigi, Menedžerski odkupi, izvedeni s tehniko management buyout, Pravna praksa, št. 49-50, 2007, str. 6-8.

Pestro dogajanje na področju LBO lahko razvrstimo v tri različna časovna obdobja, in sicer osemdeseta leta 20. stoletja, zgodnja devetdeseta leta 20. stoletja in obdobje po letu 1992.¹¹

Za LBO, ki so bili izvedeni v osemdesetih letih 20. stoletja, je bilo značilno, da je dolg, s katerim je bil financiran odkup družbe, predstavljal približno 50% nakupne cene družbe tarče. Dolg za odkup so običajno zavarovali s sredstvi družbe tarče ali pa s pričakovanim bodočim denarnim tokom družbe. Na velik porast LBO so vplivale predvsem takratne ugodne razmere na trgih lastniškega kapitala, ugodna davčna politika, liberalna monopolna politika in razpoložljivost kreditov. Operacije MBO so v osemdesetih letih 20. stoletja velikokrat predstavljal tudi obrambni mehanizem pred prevzemi od zunaj.¹²

Čeprav so družbe, nad katerimi je bil izpeljan LBO v osemdesetih letih 20. stoletja, poslovale uspešno, so po letu 1990 pristale v resnih finančnih težavah. Vzrok za težave gre pripisati predvsem relativno visoki ceni za odkup družbe tarče in dolgu, ki se je zaradi LBO prenesel na družbo tarčo. Visoka cena in dolg sta posledično onemogočala normalno poslovanje družbe tarče. Poleg navedenega so pomembno vlogo odigrale tudi komercialne banke, ki so želele zmanjšati svoje obveznosti in skrajšati zapadlost vzetih kreditov, zato so zahtevale pospešeno vračanje kreditov. Družbe tarče tako niso bile sposobne poravnati zapadlih anuitet, ki so izvirale iz kredita za njen odkup. Bančni regulatorji so zaradi recesije v letih 1990 in 1991 dodatno pričeli pritiskati na banke, da znižajo svojo izpostavljenost visoko tveganim transakcijam. Vse navedeno je imelo za posledico, da je ocenjena vrednost izvedenih LBO v letu 1991 znašala 7 milijard dolarjev, kar je predstavljalo le 10,7 % vseh transakcij LBO v letu 1989.¹³

Po letu 1992 so gospodarstva pričela hitro rasti, cene delnic so ponovno zrastle, trg donosnih obveznic je doživel razcvet. Ocenjena vrednost LBO transakcij je bila leta 1999 približno 62 milijard dolarjev, kar predstavlja 900% porast ocenjene vrednosti LBO transakcij leta 1991. Ugodno ekonomsko okolje je bil glavni razlog za ponoven porast transakcij LBO. Poleg navedenega so se v tem obdobju spremenila finančna struktura transakcij. Podjetja, ki so

¹¹ Weston Fred, Siu Juan in drugi, *Takeovers restructuring and corporate governance* (3rd edition), Prentice-Hall, Inc., New Jersey, 2001, str. 464.

¹² Weston Fred, Siu Juan in drugi, *Takeovers restructuring and corporate governance* (3rd edition), Prentice-Hall, Inc., New Jersey, 2001, str. 468.

¹³ Weston Fred, Siu Juan in drugi, *Takeovers restructuring and corporate governance* (3rd edition), Prentice-Hall, Inc., New Jersey, 2001, str. 486.

vlagala v LBO, specialisti za LBO, investicijske banke in komercialne banke so razvili nove inovativne tehnike, zato so se LBO selili iz počasi rastočih panog v hitro rastoče tehnološke panoge. V tem obdobju je bilo značilno, da je v LBO transakcijah delež lastniškega kapitala narasel na 20 do 30 odstotkov (v osemdesetih letih 20. stoletja je delež lastniškega kapitala v LBO transakcijah znašal približno med 5 in 10 odstotkov).¹⁴

3. Razlogi za MBO

Po podatkih Centra za raziskavo MBO (Centre for Management Buy-out Research, v nadaljevanju CMBOR) je upokožitev lastnikov družinskega podjetja daleč najpogostejši razlog za izvedbo MBO. V navedenem primeru lastniki družbe pogosto nimajo naslednikov, ki bi lahko prevzeli vodenje in upravljanje družbe, zato lastništvo v podjetju prepustijo trenutnemu poslovodstvu družbe (menedžmentu). Družinski člani pogosto obdržijo del lastništva kot povezavo s podjetjem, predvsem pa zaradi finančnih koristi in navezanosti na družbo. Nadalje je odprodaja premoženja, ki ni povezana z glavno dejavnostjo družbe, prav tako lahko pogost razlog, ki spodbudi lastnike družbe v prodajo nepotrebne premoženja trenutnemu menedžmentu.¹⁵ Menedžment v tem primeru lahko prične z opravljanjem druge, ločene dejavnosti, ki je sicer v določeni meri povezano s poslovanjem družbe, ki je nepotrebno premoženje prodala. Nadalje je lahko operacija MBO posledica korporacijskega prestrukturiranja ali strateške preusmeritve. V tem primeru lahko del menedžmenta vstopi v lastništvo dela družbe, ki ga lastniki družbe ne želijo ohraniti oziroma ga želijo odprodati. MBO so v Osrednji in Vzhodni Evropi odigrali pomembno vlogo tudi kot orodje privatizacije v obdobju prehoda iz socialističnega v kapitalistični sistem (privatizacija podjetij v državni lasti). Čas tranzicije so zaznamovali ugodni pogoji za operacije MBO, kot so ugodna gospodarska rast, krepitev kapitalskih trgov in rast razpoložljivih bančnih kreditov. Zaradi nove družbene gospodarske ureditve se je država začela umikati iz gospodarstva, ob umiku pa je bila prisotna ugodna prevzemna zakonodaja in pomanjkanje tržnih regulatorjev. Do leta 1998 je bila tako večina podjetji, ki so bila v socialističnem sistemu v Sloveniji v družbeni lasti, privatiziranih.¹⁶

¹⁴ Weston Fred, Siu Juan in drugi, *Takeovers restructuring and corporate governance* (3rd edition), Prentice-Hall, Inc., New Jersey, 2001, str. 489.

¹⁵ Wright Mike, Burrows Andrew in drugi, *The implications of alternative investment vehicles for corporate governance*, Centre for Management Buy-out Research, Nottingham, 2007, str. 18.

¹⁶ Bohinc Rado, Bainbridge M. Stephen, *Corporate Governance in Post-Privatized Slovenia*, *American Journal of Comparative Law*, št. 49, 2001, str.55.

Operacije MBO so tako predstavljale enega izmed načinov privatizacije družbenega premoženja, ki je preko medijskega poročanja doživel veliko pozornost javnosti. Zgodbe menedžerskih prevzemov družb Merkur, BTC, Mercator, Pivovarne Laško, Istrabenza in drugih so v povezavi z najetimi visokimi krediti za njihov odkup, zavarovanji posojil, povezanimi osebami in političnim obračunavanjem zasedali naslovne strani večine medijev.

Operacije MBO se lahko pojavijo tudi kot oblika odgovora na sovražni prevzem družbe. Kolikor menedžment družbe lahko pridobi zadostna sredstva za odkup družbe, lahko na takšen način obvaruje družbo pred sovražnim prevzemom od zunaj.¹⁷ Operacija MBO kot odgovor na sovražni prevzem se lahko pojavi skupaj z odkupovanjem lastnih delnic družbe (z upoštevanjem pravil o pridobivanju lastnih delnic), ki naj bi bila tarča sovražnega prevzema. V primeru sovražnega prevzema družbe lastne delnice lahko prenesejo na tretje osebe ali samo nekatere „prijateljske“ delničarje (ne na vse delničarje, saj v tem primeru ne bi bila realizirana obrambna funkcija lastnih delnic).¹⁸ V primeru sovražnega prevzema je tako cilj menedžmenta pridobiti večinsko lastniško kapitalsko udeležbo v družbi ter na ta način preprečiti sovražni prevzem.

3.1. Odnos principal – agent kot eden izmed argumentov za MBO

Operacije MBO so lahko zanimive tudi iz vidika odnosa med lastniki družbe in menedžmentom družbe, saj jih ne vodijo isti cilji pri poslovanju družbe. Do druge polovice 19. stoletja sta bili funkcija lastništva družbe in funkcija vodenja družbe združeni v isti osebi. S porastom nastanjanja večjih gospodarskih družb pa sta se navedeni funkciji začeli ločevati, predvsem iz razloga, ker lastniki kapitala niso imeli potrebnih sposobnosti upravljanja in vodenja družbe. Lastniki kapitala so zato te naloge prepustili drugim osebam (managerjem). Lastniki kapitala so postali bolj pasivni, medtem ko si managerji imeli proste roke pri doseganju zastavljenih ciljev, ki pa niso bili vedno identični ciljem, ki so jih imeli lastniki kapitala.¹⁹ Menedžerji so torej agenti, ki delujejo v korist lastnikov družbe (principalov). V teoriji sta njuni funkciji ločeni tako, da principalni nadzirajo alokacijo sredstev in nosijo tveganje, menedžment pa opravlja zgolj upravljavsko funkcijo.²⁰ Za principale je značilno, da želijo zasledovati maksimalnem profit v

¹⁷ Auerbach J. Alan, *Corporate Takeovers: Causes and consequences*, The University of Chicago Press, Chicago, 1988, str. 125.

¹⁸ Sklep Višjega sodišča v Kopru, Cpg 222/2007, z dne 14.09.2007.

¹⁹ Hall J. H., *The agency problem, agency cost and proposed solutions thereto: A South African perspective*, *Meditari Accountancy Research*, Vol. 6, 1998, str. 146.

²⁰ Bajt Aleksander, Štiblar Franjo, *Ekonomija, Ekonomska analiza in politika*, GV Založba, Ljubljana, 2002, str. 330.

družbi z razumno stopnjo tveganja, medtem ko so interesi menedžerjev velikokrat manj očitni. Menedžerji želijo predvsem povečati svojo korist z zmanjšanimi osebnimi tveganji, tudi če bi bila navedena tveganja z vidika principalov razumna oziroma sprejemljiva. Seveda ne gre prezreti niti možnosti, da menedžer sprejema poslovne odločitve iz čistega kariernega vidika, kar sicer povečuje poslovne rezultate na kratki tok, vendar lahko to principalom na dolgi rok lahko škoduje.²¹ Splošno gledano naj bi principalali torej zasledovali čim večji dobiček v družbi, med tem ko naj bi menedžerji strmeli k drugim ciljem, kot so na primer stabilnost družbe, višje plače, velikost družbe in družbeni ugled.

Razpršena lastniška struktura, ki nastane kot posledica razpršitve naložb in omejenosti razpoložljivih prihrankov posameznika, zvišuje stroške nadzora in zmanjšuje interes posameznih delničarjev za nadzor nad ravnanjem njihovih agentov – menedžerjev. MBO je tako lahko način prestrukturiranja, ki omogoči poslovodstvu (menedžmentu) in ostalim zaposlenim, da participirajo na kapitalu in kapitalskih dohodkih družbe. S tega vidika je MBO lahko mehanizem, ki omogoča zблиževanje interesov funkcije upravljanja in funkcije lastništva kapitala. Menedžerska ekipa, ki tvega pri vodenju družbe tudi znaten del svojega premoženja, lahko tako odloča bolj motivirano in učinkoviteje.²²

V praksi so mogoči različni organizacijski in tržni prijemi, preko katerih je mogoče menedžerje kaznovati ali pa jih stimulirati k dejanjem, ki so bolj v interesu lastnikov kapitala. Sem spadajo predvsem različni sistemi nagrajevanja, kontrola dela menedžmenta in sekundarni trg kapitala, na katerem se pritisk nad menedžmentom vrši preko nizkih tržnih cen delnic in sistemi opcij, katerih upravičenci so menedžerji.²³ Menedžerji, ki imajo delež lastništva v neki družbi, so vsekakor bolj motivirani, da sprejemajo odločitve, ki so bolj usmerjena v korist lastnikov (torej tudi v njihovo korist), MBO pa tako lahko predstavlja eno izmed poti, po kateri lahko menedžerji pridejo do kapitalske udeležbe v družbi. Seveda pa je potrebno poudariti, da so menedžerji pred izvedeno operacijo MBO v družbi izključno v vlogi agentov, ki morajo delovati v korist celotne družbe in njenih lastnikov (principalov). Ko menedžment prične z operacijo MBO pride v določeni meri do konflikta interesov, saj lahko menedžment z oportunističnim vedenjem tekom operacije pride v konflikt z interesi lastnikov družbe.

²¹ Berle A. A., Means G., *The modern corporation and private property*, Transaction Publishers, New York, 1991.

²² Tompa Gašper, *Dopustnost operacij LBO/MBO*, Pravna praksa, št. 37, 2009, str. 22.

²³ Weston J. Fred, Chung S. Kwang, Hoag E. Susan, *Mergers, Restructuring and corporate control*, Prentice Hall, Michigan, 1990, str. 220.

Menedžment predstavlja lastnike kapitala kot agent in mora delovati v njihovo korist, hkrati pa želi v lastniško strukturo družbe priti pod zanj čimbolj ugodnimi pogoji, ker ima od tega neposredno finančno korist, kar pa ni v interesu lastnikov družbe.²⁴ Čeprav je operacija MBO lahko orodje za zблиževanje interesov principalov in agentov, pa je vseeno glede na navedeno potrebno samo operacijo izpeljati z zadostno stopnjo skrbnosti, in sicer na način, da operacija MBO ni izvedena v škodo lastnikov družbe.

4. Pravni viri

V slovenskem pravnem redu ni moč najti določbe, ki bi v celoti urejala ali opredeljevala operacijo LBO ali MBO kot takšno.²⁵ To je tudi razumljivo, saj pojem MBO združuje prav raznolikost operacij, ki imajo kot skupno točko le dejstvo, da družba, ki namerava kupiti družbo tarčo, pridobi financiranje na podlagi predvidene dobičkonosnosti družbe tarče. Zaradi navedenega je potrebno ureditev posameznih institutov, ki so lahko del operacije MBO, iskati v posameznih področnih zakonih, ki so predstavljeni v nadaljevanju.

4.1. Zakon o prevzemih (ZPre-1)

Zakon o prevzemih (v nadaljevanju ZPre-1)²⁶ je bil prvič sprejet 10.07.2006, v trenutni obliki pa velja od 23.10.2015. Kocbek²⁷ prevzem družbe definira kot pridobitev deleža delnic določene delniške družbe (prevzete družbe), ki pridobitelju (prevzemniku) zagotavlja zadosten delež glasovalnih pravic (kontrolni delež), da lahko z uresničevanjem upravljavskih upravičenj iz kontrolnega deleža delnic vpliva na poslovanje družbe in sprejem odločitev na skupščini delničarjev. Za razumevanje nujnosti zakonskega urejanja področja prevzemov je potrebno razumeti vsebino ustavno zagotovljenih pravic na eni strani in razmerja med delničarji v sami družbi na drugi strani.

Ker so glavni akterji prevzemov gospodarske družbe, je na tem mestu potrebno kot prvo izpostaviti svobodno gospodarsko pobudo. Ustava Republike Slovenije (v nadaljevanju

²⁴ Anabtawi Iman, *Predatory Management Buyouts*, U.C. Davis Law Review, vol. 49, nu. 4, 2016, str. 1297.

²⁵ Najbližje je sicer določba tretjega odstavka 592. člena ZGD-1, ki ureja zaščito upnikov v primeru združitve družbe, ki je imetnik več kot 25% delnic katere koli druge pri združitvi udeležene družbe. Naveden način združevanja je značilen prav za operacije LBO/MBO.

²⁶ Zakon o prevzemih (ZPre-1), Uradni list RS, št. 79/06, 67/07 – ZTFI, 1/08, 68/08, 35/11 – ORZPre75, 105/11 – odl. US, 10/12, 38/12, 56/13, 63/13 – ZS-K, 25/14 in 75/15.

²⁷ Kocbek Marijan, Plavšak Nina, Premk Peter, Zakon o prevzemih (ZPre) s komentarjem, Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1997, str. 8.

Ustava)²⁸ v prvem odstavku 74. člena določa, da je gospodarska pobuda svobodna, vendar se le-ta ne sme izvajati v nasprotju z javno koristijo. Ker je osnovni kapital delniških družb, ki so lahko tarče prevzemov, razdeljen na delnice, na katerih imajo delničarji imetništvo, je potrebno nadalje omeniti tudi določbe Ustave o lastninski pravici, ki varujejo imetništvo delničarjev. Lastninsko pravico ureja Ustava v prvem odstavku 67. člena, ki zagotavlja uživanje lastninske pravice na način, ki je skladen z njeno gospodarsko, socialno in ekološko funkcijo. Obe pravici, ki sta bili izpostavljeni zaradi lažjega razumevanja zakonskega urejanja prevzemov, torej pravica do svobodne gospodarske pobude in lastninska pravica, spadata med človekove pravice in temeljne svoboščine, ki se uresničujejo neposredno na podlagi ustave in so omejene samo s pravicami drugih v primerih, ki jih določa Ustava.²⁹

Na eni strani imamo torej z Ustavo zagotovljene pravice. Za lažje razumevanje nujnosti zakonskega urejanja prevzemov pa je potrebno razumeti tudi razmerja med delničarji v sami gospodarski družbi, ki je lahko tarča prevzema, zato bomo delničarje razdelili v dve skupini. V prvi skupini so tisti delničarji družbe, ki imajo v luči zgoraj navedene svobodne gospodarske pobude tudi interes upravljati z družbo, zato so običajno imetniki večjih (kontrolnih) deležev v družbi. V drugi skupini pa se nahajajo delničarji, ki nimajo interesa po upravljanju z družbo. V navedenem primeru gre običajno za imetnike manjših deležev družb, ki pa seveda imajo interes, da bi jim njihovo imetništvo prinašalo čim večje donose.

V primeru prevzema družbe se običajno v družbi zamenjajo osebe, ki imajo odločilen vpliv na upravljanje z družbo, zato lahko posledično med novim, kontrolnim delničarjem na eni strani ter obstoječim manjšinskim delničarjem na drugi strani pride do nasprotja interesov: manjšinski delničarji lahko na primer nasprotujejo bodoči poslovni politiki večinskega delničarja, a zaradi majhnega vpliva na upravljanje družbe svojih interesov ne morejo zaščititi v zadostni meri. Hkrati so ti delničarji imetniki majhnih deležev družbe, za katere ob spremembi kontrole ne obstaja interes po nakupu (oziroma vsaj ne po takšni ceni, kot je cena delnic, ki sestavljajo t.i. kontrolni paket). Manjšinski delničarji so zato ob spremembah kontrole v družbi izrazito šibkejša stranka.³⁰ Kontrolni delničarji tako s prevzemom svobodno

²⁸ Ustava Republike Slovenije, Uradni list RS, št. 33/91-I, 42/97 – UZS68, 66/00 – UZ80, 24/03 – UZ3a, 47, 68, 69/04 – UZ14, 69/04 – UZ43, 69/04 – UZ50, 68/06 – UZ121,140,143, 47/13 – UZ148, 47/13 – UZ90,97,99 in 75/16 – UZ70a.

²⁹ Tretji odstavek 15. člena Ustave.

³⁰ Pojasnila in praktični vidiki ZPre-1, ATVP, Ljubljana, 2013, str. 5.

nastopajo na trgu in uresničujejo svojo pravico do svobodne gospodarske pobude, vendar zaradi njihovega velikega vpliva v prevzeti družbi posledično manjšinski delničarji težje uresničujejo svoje imetništvo, ki ga imajo na deležih družbe.

Glede na zgoraj navedeno je osrednje izhodišče, ki ga mora urejati prevzemna zakonodaja, varovanje manjšinskih delničarjev, poleg tega pa tudi preprečevanje zlorab in nelojalnih ukrepov uprave delniške družbe na škodo družbe in pošteno trgovanje z delnicami. Zakonska materija na področju prevzemov želi preprečiti predvsem situacijo, v kateri bi prevzemniki sicer po pošteni ceni pridobili kontrolni delež, nato pa bi manjšinske delničarje odpravili le z neznatno odpravnino glede na to, da so ti prisiljeni prodati delnice pod vsako ceno, saj ima novi prevzemnik možnost, da jih pri bodočem vodenju poslovne politike ne le izloči iz upravljanja, ampak tudi bistveno poseže v njihove premoženjske pravice.³¹

Temeljni institut varstva manjšinskih delničarjev, ki ga določa ZPre-1, je *obvezna prevzemna ponudba*. Prevzemna ponudba je skladno s 11. členom ZPre-1 javno objavljen predlog za sklenitev pogodbe, ki je naslovljen na vse imetnike vrednostnih papirjev in s sprejemom katerega je sklenjena pogodba o prodaji teh vrednostnih papirjev med prevzemnikom kot kupcem in akceptantom kot prodajalcem. Prevzemnik mora dati prevzemno ponudbo, ko doseže prevzemni prag.³² Zakon torej opredeljuje dolžnost osebe ali povezane skupine oseb, da morajo v primeru, ko imajo v lasti večji procent delnic neke delniške družbe, kot ga določa ZPre-1, dati ponudbo za odkup delnic vsem delničarjem pod enakimi pogoji. Navedeno varstvo manjšinskim delničarjem omogoča, da zapustijo družbo tarčo oziroma odtujijo delnice sočasno z delničarji, ki so v družbi tarči imeli kontrolni delež, če menijo, da bo novi večinski delničar družbe upravljal družbo v nasprotju z njihovimi interesi.³³

V povezavi z obvezno prevzemno ponudbo je potrebno izpostaviti že omenjeni prevzemni prag. Prevzemni prag je postavljen v višini *1/3 deleža glasovalnih pravic v družbi tarči*.³⁴ Dodatni prevzemni prag je določen v drugem odstavku 12. člena ZPre-1, ki določa da mora prevzemno ponudbo ponovno dati prevzemnik, ki je po končanem postopku uspešne

³¹ Kocbek Marijan, Plavšak Nina, Premk Peter, Zakon o prevzemih (ZPre) s komentarjem, Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1997, str. 10.

³² 12. člen ZPre-1.

³³ Kocbek Marijan, Plavšak Nina, Premk Peter, Zakon o prevzemih (ZPre) s komentarjem, Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1997, str. 24.

³⁴ 7. člen ZPre-1.

prevzemne ponudbe pridobil *10-odstotni delež glasovalnih pravic*. Obveznost dati ponovno prevzemno ponudbo pa preneha, ko prevzemnik z uspešno prevzemno ponudbo pridobi najmanj 75-odstotni delež vseh delnic ciljne družbe z glasovalno pravico.³⁵ Prevzemniki morajo tako v primeru, da želijo pridobiti določen delež v družbi tarči, upoštevati določila o prevzemnih pragih. V primeru operacije MBO to pomeni, da morajo menedžerji, čeprav delujejo znotraj družbe, še vedno delovati transparentno in upoštevati pravila, ki jih ZPre-1 določa glede prevzemnega praga ter objaviti prevzemno ponudbo, če izpolnijo z zakonom predpisane pogoje za objavo obvezne prevzemne ponudbe, saj bo tako upoštevan in varovan tudi interes manjšinskih delničarjev v družbi, ki jo želijo menedžerji prevzeti.

Ob sprejetju ZPre-1 leta 2006 je bila v slovenski pravni red uvedena pomembna novost, ki jo je potrebno izpostaviti glede na temo predmetnega dela. ZPre-1 je v 8. členu opredelil pojem *usklajenega delovanja*. Osebe, ki delujejo usklajeno, so osebe, ki na podlagi izrecnega ali tihega, ustno ali pisno sklenjenega sporazuma sodelujejo in katerih cilj je pridobiti ali utrditi kontrolo nad ciljno družbo ali onemogočiti prevzemniku uspešnost prevzemne ponudbe. ZPre-1 določa tudi izpodbitne in neizpodbitne domneve usklajenega ravnanja. Temeljni namen instituta oseb, ki delujejo usklajeno, je otežitev izigravanja pravila o obvezni prevzemni ponudbi ob preseganju prevzemnega praga in pravila glede najnižje prevzemne cene.³⁶ Praksa predvsem prvih operacij MBO v slovenskem prostoru je bilo »parkiranje delnic«³⁷ pri povezanih družbah ter nato legalizacija nakupa delnic nad prevzemnim pragom s prevzemom družb, ki so bile imetnice delnic družbe tarče. Navedena možnost izigravanja obveznosti prevzemne ponudbe je bila tako (vsaj na zakonodajni ravni) preprečena.

4.2. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1)

Zakon o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD-1)³⁸ je bil sprejet dne 04.04.2006. Trenutno je v uporabi novela J, ki je pričela veljati dne 15.04.2017. Kot določa 1. člen ZGD-1, predmetni zakon ureja temeljna statusna korporacijska pravila ustanovitve in poslovanja

³⁵ Tretji odstavek 12. člena ZPre-1.

³⁶ Kocbek Marijan, Plavšak Nina, Dušan Pšeničnik, Zakon o prevzemih (ZPre-1) /uvodna pojasnila, GV Založba, Ljubljana, 2006, str. 46-47.

³⁷ Pojma »parkirišče delnic« sicer slovenska zakonodaja ne opredeljuje. Gre za usklajeno delovanje navzven nepovezanih oseb, ki različne družbe (»parkirišča«) uporabijo kot instrument za izogibanje obveznosti objave ponudbe za prevzem.

³⁸ Zakon o gospodarskih družbah, Uradni list RS, št. 65/09 – uradno prečiščeno besedilo, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 – odl. US, 82/13, 55/15, 15/17 in 22/19 – ZPosS.

gospodarskih družb, samostojnih podjetnikov posameznikov in samostojnih podjetnic posameznic, povezanih oseb, gospodarskih interesnih združenj, podružnic tujih podjetij in njihovega statusnega preoblikovanja. Gre za temeljni sistemski zakon na področju prava gospodarskih družb v Republiki Sloveniji, ki je v strokovni literaturi pogosto imenovan tudi gospodarska ustava, kar poudarja njegov pomen.³⁹ Za razumevanje in analizo MBO so pomembna predvsem določila ZGD-1, ki urejajo prepoved vračila in obrestovanja vložkov (227. člen ZGD-1), pridobivanje lastnih delnic in finančno asistenco (247. člen – 252. člen ZGD-1), združitve delniških družbe (580. člen ZGD-1 in naslednji) in varstvo upnikov pri združitvi (592. člen ZGD-1).

5. Opis postopka MBO

Kot je že bilo pojasnjeno pod točko ena predmetnega dela, je postopek MBO običajno razdeljen na dve fazi, in sicer na fazo, v kateri prevzemniki poskušajo pridobiti finančna sredstva za odkup, ter na fazo, ki je namenjena poplačilu dolga do financerjev postopka odkupa.

5.1. Faza pridobivanja finančnih sredstev za odkup

Glede načina pridobivanja sredstev za prevzem oziroma nakup kontrole v ciljni družbi ločimo v grobem dve obliki financiranja operacije MBO, in sicer:

- primere, pri katerih se sredstva za prevzem zagotavljajo z izdajo različno tveganih dolžniških vrednostnih papirjev (*yield bonds* oziroma *junk bonds*). Navedeni način financiranja se imenuje tudi *mezzanine financing*. Za navedeni način financiranja je značilno, da v primeru nepopolnega ali nepravočasnega vračila posojila, dolg konvertira v lastniški kapital družbe.⁴⁰ Takšen način financiranja operacije MBO omogoča menedžerjem bolj tvegano pridobivanje virov sredstev za odkup družbe tarče, saj izdaja dolžniških vrednostnih papirjev pomeni le določeno stopnjo zavarovanja v primeru, da posojilo za odkup družbe tarče ne bo pravočasno ali v celoti poplačano. Vrednost družbe tarče se bo namreč lahko čez čas spremenila, zato posojilodajalcem v trenutku odobritve posojila ni znano, kakšna bo vrednost družbe v

³⁹ Kocbek Marijan, Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1), GV Založba, Ljubljana, 2006.

⁴⁰ Brooks H Rory, Theory and Practice of Mezzanine financing, International Business Lawyer, vol. 18, no. 10, 1990, str. 445.

prihodnosti, ko bodo želeli, da dolžniški kapital konvertira v lastniški kapital družbe tarče.

- primere, pri katerih se sredstva za prevzem zagotavljajo z najetjem posojil pri bankah ali drugih finančnih institucijah.⁴¹ Posojilo je v tem primeru zavarovano na drugačne načine (npr. zastava vrednostnih papirjev, hipoteke itd.).

Za financiranje s pomočjo izdaje različno tveganih dolžniških vrednostnih papirjev je značilno, da financiranje poteka na dolžniški podlagi brez zavarovanja, ki v zameno prinaša večje donose. Na drugi strani pa je za financiranje odkupov s pomočjo najetih posojil značilno zavarovanje teh posojil, praviloma s premoženjem ciljne družbe ali prav z nakupom pridobljenih deležev v ciljni družbi.⁴² Izbira načina financiranja operacije MBO bo tako odvisna od trenutnih razmer na trgu dolžniškega kapitala ter v določeni meri tudi od pričakovanega denarnega toka družbe tarče.

Kot je razvidno iz opisanih načinov financiranja operacij MBO, poslovodstvo financira kupnino za odkup družbe s sredstvi, ki so bila pridobljena na kreditni podlagi. Kot vir financiranja prevzema (pojmovanega v smislu pridobitve kontrole nad opravljanjem ciljne družbe) služi torej dolžniški kapital. Iz navedenega razloga spadajo operacije MBO med operacije LBO, saj so operacije MBO osnovane kot »kreditirani odkupi«, kreditna podlaga pa pomeni večje tveganje oziroma vzvod (angl. *leverage*). V nasprotju z običajnimi odkupi družb je za LBO značilno, da pri njem kupec ne potrebuje večjih finančnih sredstev. Drugače povedano, 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 (recimo strojev).⁴³

V ZDA je možnost zadolžitve družbe tarče opredeljena kot notranje financiranje, saj je dobiček lahko vir, ki pobudnikom operacije omogoča izplačevanje dolga financerjem. Nasprotno pa zunanje financiranje zahteva posredovanje zunanjih financerjev, ki so v praksi definirani z

⁴¹ Mumelj Boštjan, Nekatera pravna vprašanja varstva upnikov pri institutu leveraged buy out, Podjetje in delo, št. 5, 2008, str. 776.

⁴² Mumelj Boštjan, Nekatera pravna vprašanja varstva upnikov pri institutu leveraged buy out, Podjetje in delo, št. 5, 2008, str. 777.

⁴³ Varanelli Luigi, Leveraged buyouts med teorijo in prakso, Podjetje in delo, št. 3-4, 2001, str. 358.

angleškima izrazoma *senior lenders* in *subordinate lenders*.⁴⁴ Izraz *senior lenders* (v nadaljevanju prednostni posojilodajalci) označuje glavne financerje (običajno so to banke ali finančne organizacije), ki imajo v razmerju do ostalih financerjev prednost pri poplačilu. Prednostni posojilodajalci se nadalje delijo na tiste, ki zahtevajo jamstvo za financiranje, in tiste, ki jamstva ne zahtevajo. V primeru zahtevanega jamstva za financiranje, mora imeti premoženje družbe tarče visoko stopnjo likvidnosti, poleg navedenega pa morajo obstajati še dodatna jamstva (npr. poroštvo tretjih oseb). V primeru, ko posebno jamstvo ni zahtevano, se financerji zanašajo na sposobnost družbe tarče, da bo ta v prihodnje ustvarjala dobiček. V navedenem primeru gre torej za rizični prenos kapitala s strani banke ali finančne družbe, ki ima kot protiutež pridobitev del delnic družbe tarče ali pridobitev drugih premoženjskih pravic v razmerju z družbo.⁴⁵ Osebe, ki nastopajo kot *subordinate lenders* (v nadaljevanju podrejeni posojilodajalci), imajo na drugi strani pri poplačilu slabši vrstni red kot prednostni posojilodajalci, zato so podrejeni posojilodajalci poplačani po tem, ko so dolgovi prednostnim posojilodajalcem poravnani.⁴⁶

Poslovodstvo družbe tarče v predmetni fazi ustanovi družbo z minimalnim osnovnim kapitalom, ki je namenjena izključno prevzemu družbe tarče (namenska družba, za katero se v poslovni praksi uporablja izraz *special purpose vehicle*, v nadaljevanju SPV). Ker SPV običajno nima premoženja, pridobi finančna sredstva na zgoraj opisane načine. SPV pridobljena finančna sredstva nato nameni financiranju odkupa (pridobitvi) deležev družbe tarče. S tem se med SPV in družbo tarčo vzpostavi korporacijsko razmerje obvladovanja. Družba tarča je odvisna družba, SPV pa je s pridobitvijo deležev v družbi tarči postala obvladujoča družba. Med družbo tarčo in SPV se torej vzpostavi koncernsko razmerje mati (SPV) – hči (družba tarča).⁴⁷ Z vzpostavitvijo koncernskega razmerja med SPV in družbo tarčo se zaključi prva faza operacije MBO.

5.2. Faza poplačila dolga do financerjev operacije

V nadaljevanju operacije MBO običajno pride do integracije obeh udeleženih družb, torej SPV in družbe tarče. V praksi je mogoče, da se po izvedbi prevzema kontrole v družbi tarči, SPV in

⁴⁴ Varanelli Luigi, *Leveraged buyouts med teorijo in prakso*, Podjetje in delo, št. 3-4, 2001, str. 360.

⁴⁵ Varanelli Luigi, *Leveraged buyouts med teorijo in prakso*, Podjetje in delo, št. 3-4, 2001, str. 360.

⁴⁶ Swartz Matt, Daniel Lee, *The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job*, American Bar Association, Chicago, 2008, str. 39.

⁴⁷ Prelič Saša, *MBO – koga je treba varovati pri kreditiranih odkupih (LBO) in kako*, Pravna praksa, št. 2, 2008, str. 7.

družba tarča združita (SPV in družba tarča se lahko združita bodisi po poti spojitve, bodisi po poti pripojitve) ali pa se po izvedbi prevzema kontrole v družbi tarči ne opravi združitve družbe tarče in SPV, tako da obe družbi obdržita svojo pravno samostojnost.⁴⁸ Operacija MBO, pri kateri ne pride do združitve družbe tarče in SPV, je značilna za nakup premoženja (ang. *asset based transaction*) ali delnic (ang. *stock based transaction*) družbe tarče. Navedena operacija ne implicira združitve SPV z družbo tarčo. Ta oblika je v praksi nekoliko redkejša.⁴⁹

V večini primerov v praksi se postopek MBO konča z združitvijo SPV in družbe tarče. Združitev je ena izmed oblik materialnih statusnih preoblikovanj, ki se lahko izvede v obliki pripojitve ali spojitve. Obema navedenima oblikama je skupno, da gre za povezovanje dve prej samostojnih družb v enotno družbo s prenašanjem celotne aktive in pasive po poti univerzalnega pravnega nasledstva. Razlika med pripojitvijo in spojitvijo je v tem, da pri spojitvi obe družbi prenehata in se tako ustanovi nova družba, na katero se prenese premoženje in obveznosti obeh družb, ki sta udeleženi v spojitvi, med tem ko pri pripojitvi preneha samo prevzeta družba, ki se pripoji k prevzemni družbi, med tem ko prevzemna družba ne preneha. V nadaljevanju dela se bo v zvezi z združevanjem uporabljal večinoma izraz »pripojitev«, vendar je združitev družb pri operaciji MBO mogoča tudi s spojitvijo SPV in družbe tarče. Zaradi združitve družbi, udeleženi v operaciji MBO, izgubita svojo pravno samostojnost, posledica tega pa je tudi stapljanje premoženja in obveznosti obeh družb po poti univerzalnega pravnega nasledstva. Smer združevanja v tej fazi operacije MBO ni pomembna. Možni sta obe glavni pojavniki obliki koncernskega združevanja (pripajanja), torej bodisi pripojitev odvisne družbe (družbe tarče) k obvladujoči družbi (družbi SPV) - v navedenem primeru gre za pripojitev po vertikalni osi navzdol (ang. *downstream merger*), bodisi odvisne družbe (družbe tarče) k obvladujoči družbi (SPV) – v navedenem primeru gre za pripojitev po vertikalni osi navzgor (ang. *upstream merger*).⁵⁰ Splošno gledano je osnovna razlika med upstream združitvijo in downstream združitvijo v družbi, ki preživi pripajanje. Pri upstream združitvi družbe matere in hčerinske družbe ostane le družba mati (v konkretnem primeru SPV). Pri downstream združitvi družbe matere in hčerinske družbe pa ostane le hčerinska družba (v konkretnem primeru družba

⁴⁸ Mumelj Boštjan, Nekatera pravna vprašanja varstva upnikov pri institutu leveraged buy out, Podjetje in delo, št. 5, 2008, str. 777.

⁴⁹ Varanelli Luigi, Leveraged buyouts med teorijo in prakso, Podjetje in delo, št. 3-4, 2001, str. 359.

⁵⁰ Prelič Saša, MBO – koga je treba varovati pri kreditiranih odkupih (LBO) in kako, Pravna praksa, št. 2, 2008, str. 7.

tarča).⁵¹ Kot bo pojasnjeno v nadaljevanju ima izbira vrste združitve glede na smer združitve po vertikalni osi lahko posledice na različnih področjih. Kreditne obveznosti, ki jih je zaradi financiranja odkupa prevzela SPV, se namreč po združitvi SPV in družbe tarče pokrivajo skozi rezultate delovanja družbe tarče, tako plačilo dolga dejansko obremeni družbo tarčo in ne SPV, saj ima družba tarča premoženje in zmožnost ustvarjanja dobička pri svojem poslovanju. Zaradi navedenega pride do neobičajne situacije, kot dejansko odkup družbe tarče, ki ga je izvedla SPV, dejansko financira sama družba tarča.

5.2.1. Downstream združitve

V primeru downstream združitve gre torej za pripojitev materinske družbe k hčerinski družbi oziroma v primeru operacije MBO za pripojitev SPV k družbi tarči. Pri tovrstnih združitvah se pojavi več pravnih vprašanj glede ohranjanja kapitala, varovanja interesov upnikov in varovanja zunanjih delničarjev (če ti seveda obstajajo).⁵² Pri klasičnem MBO običajno poslovodstvo družbe tarče ustanovi neko vmesno družbo (SPV), ki nato pridobi deleže v družbi tarči. Ker ima SPV običajno le minimalni osnovni kapital, mora svoj nakup financirati skoraj v celoti s posojili oziroma tujimi sredstvi. Po nakupu se družba tarča, ki je v tem primeru hčerinska družba, in SPV, ki je v tem primeru družba mati, združita. Družba mati zaradi pripojitve preneha obstajati, njene obveznosti iz nakupa pa preidejo na družbo tarčo. Zaradi navedenega nastane trojni učinek pri združitvi, in sicer: davčne ugodnosti zaradi finančnih stroškov v družbi tarči; boljše zavarovanje za kreditodajalca in nenazadnje poslabšanje pogojev varovanja manjšinskih delničarjev in upnikov družbe tarče.⁵³ ⁵⁴ V primeru downstream združitve se kot najbolj problematično pojavi vprašanje prehoda obveznosti iz SPV na družbo tarčo. Kot že pojasnjeno, se operacije MBO financirajo z velikim dolžniškim kapitalom, ki se po združitvi udeleženih družb prenese na družbo tarčo, kar ima lahko velik vpliv na njeno poslovanje. Zakonodaja v ta namen določa pravila, ki urejajo ohranjanje osnovnega kapitala družbe tarče ter tako posledično ščiti upnike in ostale delničarje družbe tarče (več o tem pod točko 8 predmetnega dela).

⁵¹ Bouchoux Deborah E., *Business Organizations for Paralegals*, Fifth Edition, Aspen Publishers, New York, 2010, str. 400.

⁵² Tompa Gašper, *Dopustnost operacij LBO/MBO*, *Pravna praksa*, št. 37, 2009, str. 22.

⁵³ Kalss S., *Gläubigerschutz bei Verschmelzungen von Kapitalgesellschaften*, *Zeitschrift für Unternehmensund Gesellschaftsrech*, 2009, str. 84.

⁵⁴ Tompa Gašper, *Dopustnost operacij LBO/MBO*, *Pravna praksa*, št. 37, 2009, str. 22.

5.2.2. Upstream združitve

V primeru upstream združitve gre za pripojitev hčerinske družbe k družbi materi oziroma v primeru operacije MBO za pripojitev družbe tarče k SPV. Družba tarča zaradi pripojitve k SPV preneha obstajati. Premoženje in obveznosti družbe tarče se s pripojitvijo prenesejo na SPV po poti univerzalnega pravnega nasledstva. Tudi v tem primeru pripojitve se pojavi vprašanje varstva upnikov, in sicer predvsem upnikov družbe tarče, saj se družba tarča pripoji k močno zadolženem SPV. V praksi se upstream združitve družbe tarče in SPV lahko zgodijo v primerih, ko menedžerji želijo prevzeti le premoženje družbe tarče (npr. stroje, delovno opremo, nepremičnine...). Kolikor menedžment izvede operacijo MBO zaradi ugleda, znamke, goodwill-a ali tržnega deleža družbe tarče, potem upstream združitev ni primerna oblika združitve družbe tarče in SPV, saj družba tarča preneha obstajati. V navedenem primeru je zato bolj smiselno izpeljati downstream združitev, pri kateri preneha obstajati SPV in se poslovanje družbe tarče lahko nemoteno nadaljuje.

6. Nezaželeni pojavi pri operacijah MBO

6.1. Konflikt interesov

Kot je že bilo doslej že večkrat nakazano, nam hiter pregled operacij MBO daje slutiti, da imamo v postopku MBO jasen primer konflikta interesov. Menedžerji so odgovorni, da s poslovanjem družbe dosežejo maksimalno vrednost kapitala, katerega lastniki so delničarji, ki pričakujejo čim višje donose od vloženega kapitala. Kot že navedeno, delničarji (principali) pooblastijo menedžerje (agente), da vodijo družbo, sprejemajo poslovne odločitve in tako upravljajo z njihovim premoženjem. Menedžer, kot član organa vodenja ali nadzora mora pri opravljanju svojih nalog ravnati v dobro družbe s skrbnostjo vestnega in poštenega gospodarstvenika.⁵⁵ Kot del te obveznosti so menedžerji, v primeru da njihovi interesi odstopajo od interesov delničarjev, dolžni zanemariti lastne interese in delati v dobro družbe. Interesi družbe in njenih delničarjev so hierarhično nad osebnimi interesi menedžerjev, ki se v operaciji MBO znajdejo v vlogi tako kupcev kot prodajalcev oziroma kot agenti prodajalcev delnic. Ker imata prodajalec in kupec pri transakciji različne interese tako pride do konflikta interesov. Medtem kot si morajo menedžerji kot agenti prizadevati za najboljšo (višjo) ceno

⁵⁵ Prvi odstavek 263. člena ZGD-1.

delnic, si na drugi strani želijo odkupiti iste delnice po čim nižji ceni.⁵⁶ Menedžerji bi morali tako v primeru, da se odločijo vstopiti v lastniško strukturo družbe, dati na stran svoje osebne interese in zasledovati predvsem interese družbe in njenih delničarjev.

Odprava nasprotja interesov je v slovenski zakonodaji urejena v 38.a členu ZGD-1. Člani organov vodenja in nadzora se morajo skladno s prvim odstavkom 38.a člena ZGD-1 izogibati kakršnemukoli nasprotju njegovih interesov ali dolžnosti z interesi ali dolžnostmi družbe, ki jo vodi ali nadzira. Nasprotje interesov obstaja, kadar je nepristransko in objektivno opravljanje nalog ali odločanje v okviru izvajanja funkcije ogroženo zaradi vključevanja osebnega ekonomskega interesa, interesa družinskih članov ali zaradi posebne naklonjenosti ali kakršnih koli drugih interesov povezanih z drugo pravno ali fizično osebo.⁵⁷ Zakonodajalec je z novelo ZGD-1G⁵⁸ postavil nekakšno abstraktno dolžnost zvestobe družbi. Gre za svojevrstno generalno klavzulo, ki naj bi omogočila, da se pravno obvladajo tisti konflikti v družbi, katerih razrešitev vnaprej z zakonom ni predvidena. Navedeno je pomembno predvsem zato, ker je do novele ZGD-G slovenska pravna ureditev ni določala splošne dolžnosti izogibanju konfliktu interesov. Z novelo ZGD-1D⁵⁹ je bila sicer uvedena dolžnost pridobitve soglasja oziroma razkritja konflikta interesov le v primerih, ko so člani posloводства lastniki oziroma solastniki gospodarske družbe (le delniške ali z omejeno odgovornostjo) oziroma so drugače udeleženi pri dobičku, ne pa tudi v vseh drugih primerih nasprotja interesov. Šele novela ZGD-1G je predpisala dolžnost pridobitve soglasja in dolžnost obveščanja nadzornih organov se v primerjalnih zakonodajah nanaša na vse poslovne transakcije oseb, ki so pod nadzorom navzkrižja interesov, ne le na posle z družbami, v katerih so te osebe lastniki oziroma solastniki.⁶⁰ Dolžnost zvestobe družbi je sama po sebi bistven del nezapisanega pravnega reda v pravu družb.⁶¹ Kot je že bilo pojasnjeno, si bodo v primeru MBO menedžerji prizadevali za čim nižjo vrednost delnice, saj jim je to v osebnem ekonomskem interesu. Nižja cena delnice pa po drugi strani ni v interesu delničarjev, torej lastnikov družbe. Tako nastopi situacija nasprotja interesov. Dodatno bodo menedžerji najverjetneje izvedli MBO prek družbe (SPV),

⁵⁶ Shaw Bill, Resolving the Conflict of Interest in Management Buyouts, Hofstra Law Review, Vol. 19, str. 147.

⁵⁷ Tretji odstavek 38.a člena ZGD-1.

⁵⁸ ZGD-1G, Uradni list RS, št. 57-2405/2012.

⁵⁹ ZGD-1D, Uradni list RS, št. 33-1587/2011.

⁶⁰ Bohinc Rado, Ureditev nasprotja interesov direktorjev z interesi gospodarske družbe, Pravna praksa, št. 41-42, 2011, str. 26.

⁶¹ Sodba Višjega sodišča v Mariboru, opr. št. I Cpg 434/2017, z dne 07.02.2018.

ki je z njimi vsaj v določenih meri povezana (običajno so menedžerji lastniki SPV). Na tem mestu je potrebno poudariti, da zgolj obstoj nasprotja interesov nase ne veže ničnostne posledice.⁶² V primeru, da nastopi nasprotje interesov, mora član organa vodenja ali nadzora o tem najkasneje v roku treh delovnih dni pisno obvestiti organ, katerega član je. Član organa vodenja ali nadzora družbe lahko sklene pravni posel z drugo družbo, v kateri ima sam ali njegov družinski član ali vsi skupaj delež, ki dosega najmanj desetino osnovnega kapitala, ali je sam ali njegov družinski član udeležen na dobičku druge družbe na katerikoli pravni podlagi, le s soglasjem nadzornega sveta ali upravnega odbora družbe.⁶³ V primeru, da je udeležba člana organa upravljanja ali nadzora v drugi družbi ali njenega družinskega člana nižja od desetine upravljaljskih pravic, potem zadošča obvestilo nadzornega sveta ali upravnega odbora družbe na prvi njeni skupščini.⁶⁴ Navedena določila ZGD-1 so lahko pomembna tudi pri obravnavi MBO, saj so menedžerji (ali njihovi družinski člani) pogosto družbeniki družbe, preko katere se izvede operacijo MBO. V primeru operacij MBO sta objektivnost in nepristranskost ogroženi, ker menedžer pri opravljanju MBO vključuje tudi svoje osebne interese. V primeru, ko želi družba tarča skleniti kakršenkoli pravni posel s SPV, potem je v navedenem primeru potrebno soglasje nadzornega sveta ali upravnega odbora družbe tarče. Opisan mehanizem odpravljanja nasprotij interesov predstavlja eno izmed varoval pred izčrpanjem družbe tarče za namene financiranja operacije MBO ali ustanavljanja različnih zavarovanj v korist operacije MBO. Tudi v primeru, da menedžerji kapitalsko niso udeleženi v SPV, pa zagotovo obstaja določena stopnja povezave z družbeniki oziroma delničarji SPV (družinska, sorodstvena, prijateljska povezava). V navedenem primeru bodo morali menedžerji v primeru kakršnih koli poslovnih transakcij med SPV in družbo tarčo vsaj obvestiti organ nadzora v družbi tarči.

Skladno s 19. členom Obligacijskega zakonika (v nadaljevanju OZ)⁶⁵ je soglasje lahko podano bodisi pred sklenitvijo pogodbe (kot dovoljenje) bodisi po sklenitvi pogodbe (kot odobritev). Če soglasje k pravnemu poslu, kjer obstaja konflikt interesov, ni dano, je pravni posel ničen.⁶⁶ Posledica ničnosti pogodbe je, da izpolnitveni zahtevki iz pogodbe ne nastanejo; če je vsebina

⁶² Sodba Višjega sodišča v Mariboru, opr. št. I Cpg 434/2017, z dne 07.02.2018.

⁶³ Četrti odstavek 38.a člena ZGD-1.

⁶⁴ Peti odstavek 38.a člena ZGD-1.

⁶⁵ Obligacijski zakonik, Uradni list RS, št. 97/07 – uradno prečiščeno besedilo, 64/16 – odl. US in 20/18 – OROZ631.

⁶⁶ Šesti odstavek 38.a člena ZGD-1.

pogodbene obveznosti že bila izpolnjena, pa nastane kondikcijski (povračilni) zahtevek.⁶⁷ Torej v primeru, da bi družba tarča na kakršen koli način poslovala s SPV, pa k tem pravnim poslom ne bi bilo podano soglasje, izpolnitveni zahtevki iz takšnega pravnega posla sploh ne bi nastali. Kolikor pa bi družba tarča in SPV že izpolnili svoje obveznosti, bi lahko obe družbi zahtevali druga od druge povrnitev tistega, kar sta že izpolnili.

Nenazadnje je potrebno še izpostaviti, da morebitna skupščinska odločitev o soglasju za sklenitev pravnega posla ne izključuje odškodninske odgovornosti menedžerja.⁶⁸ Določba 38a. člena ZGD-1 dodatno zastruje odškodninsko odgovornost članov oziroma upravnega odbora za škodo povzročeno družbi. Po določbi 263. člena ZGD-1 je odškodninska odgovornost članov uprave oziroma upravnega odbora za škodo, povzročeno družbi, izključena v primerih, ko je škoda nastala kot posledica dejanja, ki je bilo opravljeno na podlagi skupščinskega sklepa. Po splošnih pravilih o odškodninski odgovornosti torej skupščinski sklep ekskulpira člane uprave oziroma upravnega odbora njihove odškodninske odgovornosti. Ta ekskulpacijski razlog je bil torej z določbo 38.a člena ZGD-1 izključen, tako da član uprave oziroma upravnega odbora lahko odgovarja ne glede na to, ali je skupščina soglašala s pravnim poslom, pri katerem je podan konflikt interesov. Kolikor bo zaradi nasprotja interesov nastala družbi škoda, se menedžerji torej ne bodo morali ekskulpirati svoje odgovornosti za nastalo škodo tudi če je njihovo dejanje temeljilo na skupščinskem sklepu.

6.2. Problem asimetrije informacij

Že omenjena specifična vloga uprave povzroči v družbi asimetrijo informacij med menedžerji in lastniki družbe. Menedžerji namreč razpolagajo z bolj kakovostnimi in popolnimi informacijami kot lastniki družbe, kar privede do tega, da imajo menedžerji znanje, ki jim omogoča realno ocenitev vrednosti družbe tarče. Sama vrednost družbe je sicer odvisna predvsem od ocene ponudnikov kapitala glede trenutnega stanja družbe in njenih bodočih poslovnih možnosti. Ta ocena pa nastane na podlagi nepopolnih informacij, s katerimi razpolagajo investitorji. Menedžerji imajo tako možnost, da z zapiranjem odtoka informacij o družbi vplivajo na navidezno slabši prikaz vrednosti družbe, kot ta dejansko je. Gre lahko za skrivanje bistvenih informacij kot recimo izboljšanje učinkovitosti v posameznih sektorjih,

⁶⁷ Kocbek Marijan, Prelič Saša, Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1): z novelami ZGD-1D do ZGD-1G/uvodna pojasnila, GV Založba, Ljubljana, 2012, str. 50.

⁶⁸ Osmi odstavek 38.a člena ZGD-1.

povečan tržni delež in razvoj novih produktov. Čim manjša bo predstava o vrednosti družbe, tem nižja bo posledično cena za izstop delničarjev in hkrati večja bo možnost za izstop delničarjev. Dodatno pa lahko menedžerji nižajo vrednost družbe s sprejemanjem nepremišljenih poslovnih odločitev ali pa opuščanjem pomembnih poslovnih priložnosti. Menedžerji se povečini odločajo za MBO prav zaradi asimetrije informacij, kar pomeni, da imajo več informacij o poslovanju podjetja kot lastniki in zato verjamejo, da se bo vrednost družbe v prihodnosti še zvišala.⁶⁹ Menedžerji so tisti, ki najbolj poznajo trenutno in bodoče dejansko stanje v družbi in tako posledično pri operaciji MBO najbolj poznajo sam predmet, ki ga kupujejo.

Z vidika lastnikov družbe je smiselno, da z ustreznim sistemom nagrajevanja poskrbijo za to, da postane interes menedžerjev enak njihovemu. To omogoča nagrajevanje menedžerjev preko vstopa v lastništvo podjetja, ki ga menedžerji pridobijo kot nagrado za uspešno delo. Eden izmed takšnih načinov nagrajevanja, ki rešuje tudi problem asimetrije informacij med menedžerji in lastniki družbe, je opcijsko nagrajevanje. Opcija kot finančni inštrument je pogodba, v kateri prodajalec v zameno za opcijsko premijo daje kupcu pravico do nakupa določenega števila delnic v določenem obdobju ali na določen dan po vnaprej določeni pogodbeni ceni.⁷⁰ Opcijski upravičenci so navadno upravičeni izvršiti delniške opcije šele po poteku določenega roka ali samo ob dosegu določenega cilja. Opcija je tako vezana na iztek določenega roka ali na odložni pogoj.⁷¹ V primeru, da so menedžerji tudi opcijski upravičenci, imajo tako možnost vstopa v družbo, če družba posluje dobro, in so tako posledično motivirani za dobro poslovanje družbe na dolgi rok, saj je njihov interes izenačen z interesom lastnikov družbe oziroma je njihov interes vsaj približan interesom lastnikov družbe.

Opcije so sicer sistem nagrajevanja, ki poskrbi za to, da postane interes menedžerjev enak interesom lastnikov družbe, vendar pa nikakor ne more preprečiti morebitnega MBO (niti ni to namen opcij). Ravno nasprotno, menedžerji s tem ko postanejo opcijski upravičenci dobijo možnost vstopa v lastniško strukturo družbe, kar pa ima lahko enak končni učinek kot MBO. Dejstvo, da menedžerji najbolj poznajo družbo, ki je lahko predmet operacije MBO, samo po sebi ni problematično, saj je njihovo dobro poznavanje družbe odraz njihovega proaktivnega

⁶⁹ Tompa Gašper, Dopustnost operacij LBO/MBO, Pravna praksa, št. 37, 2009, str. 22.

⁷⁰ Prohaska Zdenko, Finančni trgi, Ekonomska fakulteta, Ljubljana, 1999.

⁷¹ Samec Nataša, Delniške opcije: obligacijski, korporacijski, delovnopравни, insiderski, bilančni in davčni vidiki, GV Založba, Ljubljana, 2009, str. 87.

upravljanja družbe. Asimetrija informacij, ki je sicer lahko eden izmed razlogov za MBO, pa je lahko problematična predvsem v primeru, ko se zaradi njenega obstoja odpre vprašanje insiderstva oziroma trgovanja na podlagi notranjih informacij.

6.3. Problem insiderstva

Problem insiderstva (ang. insider trading, insider dealing) se pri postopku MBO pojavi zlasti zaradi dejstva, da so med prevzemniki osebe (člani poslovodstva, menedžerji), ki sodelujejo v procesu odločanja in vodenja družbe, zato tudi neposreden dostop do informacij, do katerih drugi morebitni kupci družbe ne morejo priti. Pri izvedbi MBO imajo osebe, ki izvedejo operacijo MBO (menedžerji), vpogled v notranje informacije, ki bi lahko, če bi bile dostopne javnosti, vplivale na ceno prevzetega deleža družbe. Zaradi dvojne vloge, v kateri nastopa menedžment v operaciji MBO, torej kot kupci deležev družbe in hkrati kot prodajalci deležev družbe (oziroma bolje rečeno kot predstavniki prodajalcev deležev), je lahko postopek MBO in njegova realizacija pomembna z vidika insiderstva. Zakonodaja ima zato nalogo preprečiti menedžerjem izkoriščanje prednosti, ki jih imajo v informacijah, v svojo korist in na škodo lastnikov družbe.

Za razumevanje problematike insiderstva v povezavi z operacijami MBO je potrebno definirati pojem notranje informacije in pojem zlorabe notranje informacije. Zloraba notranjih informacij je definirana v 238. členu⁷² Kazenskega zakonika⁷³ (v nadaljevanju KZ-1). Za obstoj Insider tradinga, ki se v KZ imenuje zloraba notranje informacije ni dovolj, da je oseba seznanjena z notranjo informacijo, temveč je potreben tudi element zlorabe te informacije. Zloraba se izvaja na način, da insider drugi nepooblaščenim osebam sporoči to informacijo oz. jo kako drugače sam izkoristi (npr. z neposrednim nakupom ali s prodajo vrednostnih papirjev). Posledica zlorabe notranjih informacij pa je povzročitev neenakopravnega položaja udeležencev na trgu vrednostnih papirjev. Ker KZ-1 ni opredelil definicije notranjih informacij, je zato treba pri razlagi tega zakonskega znaka izhajati iz specialnejših določb Zakona o trgu

⁷² 238. člen KZ-1 določa, da kdor notranjo informacijo, ki bi lahko pomembno vplivala na ceno vrednostnega papirja ali drugega finančnega instrumenta, uvrščenega na organiziran trg v Republiki Sloveniji ali v vsaj eni državi članici Evropske unije ali za katero je bil vložen predlog za uvrstitev na tak trg, ne glede na to, ali je bil posel sklenjen na tem trgu ali zunaj njega, pridobi v zvezi s svojim položajem pri izdajatelju vrednostnega papirja ali lastniškem deležem v kapitalu izdajatelja vrednostnega papirja, svojo zaposlitvijo ali pri opravljanju dejavnosti in jo izkoristi zase ali za koga drugega za posredno ali neposredno pridobitev ali odsvojitve tega vrednostnega papirja ali drugega finančnega instrumenta, se kaznuje z zaporom do treh let.

⁷³ Kazenski zakonik, Uradni list RS, št. 50/12 – uradno prečiščeno besedilo, 6/16 – popr., 54/15, 38/16 in 27/17.

finančnih instrumentov.⁷⁴ Do 20.11.2018 je bil pojem notranje informacije urejen v Zakon o trgu finančnih instrumentov⁷⁵ (v nadaljevanju ZTFI). S sprejemom novele ZTFI-1⁷⁶ (v nadaljevanju ZTFI-1) pa je bil pojem notranje informacije izpuščen iz samega zakonskega besedila. Iz navedenega razloga je trenutno v uporabi definicija notranje informacije, kot jo opredeljuje Uredba 596/2014/EU⁷⁷ (v nadaljevanju Uredba). Skladno s 7. členom Uredbe je notranja informacija vsaka informacija z natančno določenimi lastnostmi, ki ni javna in se posredno ali neposredno nanaša na enega ali več izdajateljev ali na enega ali več finančnih instrumentov ter ki bi, če bi postala javna, verjetno znatno vplivala na cene teh finančnih instrumentov ali na ceno z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov.

Nesporno je, da se menedžerji tekom upravljanja družbe seznanijo tudi z informacijami, ki niso javne in ki bi lahko vplivale na ceno vrednosti družbe v primeru, da bi postale znane širši javnosti. Notranje informacije pa običajno niso znane lastnikom (delničarjem) družbe, in sicer že zato, ker niso vpeti v dnevno poslovanje družbe, saj to tudi ni njihova naloga in namen. Sam obstoj notranjih informacij in dejstvo, da so z njimi seznanjeni menedžerji, ni sporno. Sporna pa je zloraba teh informacij. Menedžerji lahko izvedejo operacijo MBO takrat, ko ugotovijo, da gre za primeren trenutek za odkup družbe. Takšno vedenje pa je lahko posledica poznavanja notranjega poslovanja družbe (npr. vrednost družbe bo bliskovito narasla zaradi novega produkta, ki ga bo družba predstavila trgu). Gre torej za odločitev, ki temelji na podlagi nekih notranjih informacij, ki so dostope le njim kot organom vodenja in upravljanja družbe in ki bi pomembno vplivale na ceno vrednostnih papirjev, če bi bile znane javnosti. V primeru, da menedžerji izkoristijo notranje informacije za lastne ekonomske interese ter zato posledično pride do neenakopravnega položaja na trgu, se lahko postavi vprašanje, ali ni prišlo do MBO na podlagi zlorabe notranjih informacij.⁷⁸ SPV mora delničarjem družbe tarče ponuditi dovolj privlačno ponudbo za odkup njihovih delnic. Ta ponudba pa mora biti višja od cene, ki trenutno velja na trgu. Če bi SPV ponudila isto ali celo nižjo ceno, kot velja trenutno na borzi, potem delničarji ne bi bili motivirani za odprodajo svojih deležev. Pri prodaji svojih deležev delničarji

⁷⁴ Sklep Višjega sodišča v Ljubljani, opr. št. II Kp 44352/2016, z dne 03.10.2018.

⁷⁵ Zakon o trgu finančnih instrumentov, Uradni list RS, št. 108/10 – uradno prečiščeno besedilo, 78/11, 55/12, 105/12 – ZBan-1J, 63/13 – ZS-K, 30/16, 9/17, 77/18 – ZTFI-1 in 66/19 – ZTFI-1A.

⁷⁶ Zakon o trgu finančnih instrumentov, Uradni list RS, št. 77/18, 17/19 – popr. in 66/19.

⁷⁷ Uredba (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga (uredba o zlorabi trga) ter razveljavitvi Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter direktiv Komisije 2003/124/ES, 2003/125/ES in 2004/72/ES.

⁷⁸ Varanelli Luigi, Trgovanje z notranjimi informacijami (insider trading), Pravna praksa, št. 9, 2008, str. 13.

družbe tarče računajo na premijo, ki predstavlja razliko med tržno ceno delnic družbe tarče in ponujeno ceno za delnico družbe tarče, ki jo ponudi SPV. Z zlorabo notranjih informacij in manipulacijo nakupa delnic družbe lahko menedžerji izkoristijo trenutno nizko ceno delnic družbe (ali pa zbijejo ceno delnic s svojimi poslovnimi odločitvami) in tako pri operaciji MBO opravijo cenejši nakup družbe tarče, čeprav je realna vrednost družbe tarče dosti višja od cene, ki so jo morali plačati menedžerji. Tako je lahko MBO predvsem posledica zloraba položaja in informacij, s katerimi razpolagajo menedžerji, kar predstavlja ravnanje v nasprotju z načelom dobrega in skrbnega gospodarstvenika.⁷⁹ Zaradi navedene problematike insiderstva mora operacija MBO potekati transparentno in brez izkoriščanja informacij, do katerih imajo dostop menedžerji in ki bi lahko vplivale na ceno družbe tarče. Prav tako bi menedžerji kršili načelo dobrega in skrbnega gospodarstvenika v primeru, ko bi vplivali na znižanje cene družbe tarče (npr. s načrtnimi slabimi poslovnimi odločitvami) zgolj zato, da bi lahko nato sami po nižji ceni odkupili delnice družbe tarče. Njihovo umetno nižanje cene delnic družbe tarče oziroma nakup družbe tarče na podlagi notranjih informacij zagotovo ni v korist lastnikom družbe tarče, saj menedžerje pri navedenem ravnanju vodi zgolj osebni in ekonomski interes, ne pa interes lastnikov družbe tarče, ki naj bi bil njihovo vodilo pri opravljanju in vodenju družbe tarče.

7. Finančna asistenca družbe tarče

Problematiko finančne asistencе bi bilo sicer mogoče umestiti pod točko 4. predmetnega dela, vendar si zaradi pomembnosti in teže problematike v praksi navedena tema zasluži posebno poglavje. Kot že navedeno, menedžerji izvedejo operacijo MBO prek SPV, ki postane večinski lastnik družbe tarče. Ker menedžerji sami ne razpolagajo s tolikšno količino sredstev, da bi bili sposobni sami financirati operacijo MBO, pridobitev sredstev za nakup delnic družbe tarče odpira vprašanje finančne asistencе družbe tarče. V naslednjem koraku operacije MBO, ko pride do pripojitve SPV k družbi tarči, postane družba tarča s pripojitvijo lastnica lastnih delnic, kar posledično pripelje tudi do vprašanja pridobivanja lastnih delnic. Prepoved finančne asistencе in prepoved pridobivanja lastnih delnic sta neločljivo povezani, zato sta zaradi lažjega razumevanja v predmetnem delu obravnavani skupaj.

⁷⁹ Morrissey J. Daniel, Law, Ethics, and the Leveraged Buyout, Detroit Law Review, University of Detroit, 1988, str. 406.

7.1. Prepoved pridobivanja lastnih delnic

Namen prepovedi finančne asistencije je preprečiti, da bi družba prek pravnih poslov, ki so po svojih ekonomskih učinkih primerljivi, obšla načelo prepovedi pridobivanja lastnih delnic. S tem se želi zaščititi premoženje družbe, kar je pomembno z vidika varstva upnikov, poleg tega pa tudi onemogočiti upravi, da bi se vmešavala v strukturo delničarjev in pri tem uporabljala premoženje družbe.⁸⁰ Za razumevanje problematike finančne asistencije je potrebno najprej opredeliti prepoved pridobivanja lastnih delnic. Pridobivanje lastnih delnic družbe lahko privede do situacije, ko bi delniška družba (pod predpostavko, da družba ne bi povečala svojega premoženja) v celoti izgubila svoje premoženje. Tako bi bil realni substrat delniške družbe kot pravne osebe sestavljen le iz lastnih delnic te družbe, ki bi bile realno brez vrednosti, prav tako pa za družbo ne bi mogel nihče uresničevati glasovalnih pravic.⁸¹ Družba bi za nakup lastnih delnic po enaki ceni, kot so te bile vplačane, torej zmanjševala svoje realno premoženje, kar bi posledično zaradi zmanjšanja realne vrednosti družbe pripeljalo do tega, da bi družba ostala brez realne vrednosti. Zaradi navedenega je v ZGD-1 določena načelna prepoved tako originarnega kot derivativnega pridobivanja lastni delnic družbe. Originarna pridobitev lastnih delnic je pridobitev lastnih delnic na primarnem trgu (na primer pri ustanovitvi družbe ali s povečanjem osnovnega kapitala) in je skladno z ZGD-1 absolutno prepovedana.⁸² Na drugi strani pa ZGD-1 za derivativno pridobitev (t.j. pridobitev na sekundarnem trgu od drugega delničarja) v prvem odstavku 247. člena določa osem izjem, ko je pridobitev lastnih delnic mogoča.

Tako je skladno s prvim odstavkom 247. člena ZGD-1 mogoča (derivativna) pridobitev lastnih delnic v naslednjih primerih:

- če je pridobitev lastnih delnic nujna,
- če se lastne delnice ponudijo v odkup delavcem družbe ali z njo povezane družbe,
- če se lastne delnice pridobijo zato, da se delničarjem zagotovi odpravnino skladno z določili ZGD-1,
- če družba pridobi lastne delnice neodplačno,

⁸⁰ Sodba Višjega sodišča v Celju, opr. št. Cpg 63/2017, z dne 17.05.2017.

⁸¹ Kocbek Marjan in drugi, Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1): z novelami ZGD-1A do ZGD-1H, 1. knjiga, GV Založba, Ljubljana, 2014, str. 806.

⁸² Orehek Nina, Lastne delnice, Podjetje in delo, št. 3-4, 2013, str. 492.

- če banka, zavarovalnica in druga finančna organizacija pridobi lastne delnice pri nakupni komisiji,
- če družba pridobi lastne delnice na podlagi univerzalnega pravnega nasledstva,
- če družba pridobi lastne delnice na podlagi sklepa skupščine o umiku delnic,
- če družba pridobi lastne delnice na podlagi pooblastila skupščine za nakup lastnih delnic.

V vseh zgoraj navedenih primerih je torej dopustno, da družba pridobi lastne delnice. Na tem mestu je potrebno izpostaviti tudi omejitev deleža lastnih delnic, ki ga lahko družba pridobi na podlagi ene izmed izjem. Drugi odstavek 247. člena ZGD-1 namreč določa, da v primeru, ko je pridobitev lastnih delnic nujna, v primeru, ko se lastne delnice ponudijo v odkup delavcem družbe ali z njo povezane družbe, v primeru, ko se lastne delnice pridobijo zato, da se delničarjem zagotovi odpravnino skladno z določili ZGD-1, ali v primeru, ko družba pridobi lastne delnice na podlagi pooblastila skupščine za nakup lastnih delnic, skupni delež delnic skupaj z drugimi lastnimi delnicami, ki jih družba že ima, ne sme presežati 10% osnovnega kapitala. Kolikor družba sicer veljavno pridobi lastne delnice, je na tem mestu potrebno opozoriti, da pravice iz pridobljenih lastnih delnic mirujejo.⁸³ Za lastne delnice po določbo 247. člena ZGD-1 se štejejo tudi delnice, ki jih družba sprejme v zastavo.⁸⁴ Pridobitev lastnih delnic v zastavo lahko za družbo pomeni podobno nevarnost kot pridobitev, saj obstaja možnost, da se družba iz zastavljenih delnic ne bo mogla v celoti poplačati zaradi padca vrednosti njenih delnic.

Kot je bilo zgoraj že poudarjeno, je pridobitev lastnih delnic iz vidika operacije MBO relevantna v fazi, ko se družba SPV pripoji k družbi tarči, saj družba tarča s pripojitvijo pridobi lastne delnice, katerih lastnica je bila do pripojitve družba SPV (družba SPV s pripojitvijo preneha). Pripojitev je ena izmed vrst generalnega pravnega nasledstva, torej spada med izjeme, ko je pridobitev lastnih delnic skladno s prvim odstavkom 247. člena ZGD-1 dopustna. Prav tako za pripojitev ne velja omejitev najvišjega skupnega deleža lastnih delnic iz drugega odstavka 247. člena ZGD-1. Glede na navedeno je zato mogoče skleniti, da iz vidika operacij MBO pridobivanje lastnih delnic ni nedopustno in ne odpira toliko vprašanj, kot jih lahko vprašanje

⁸³ 249. člen ZGD-1.

⁸⁴ Prvi odstavek 252. člena ZGD-1.

finančne asistencije, ki ima iz ekonomskega vidika primerljive učinke kot pridobivanje lastnih delnic.

7.2. Finančno asistiranje družbe tarče pri MBO

Finančna asistencija označuje različne oblike prevzemanja obveznosti (družbe za imetnika deležev in obratno), predvsem v obliki zagotavljanja posojil ali pa v obliki zavarovanja za posojila, ki jih (družbi ali imetniku deležev) zagotovi kdo tretji (npr. banka).⁸⁵ Takšni pravni posli sicer niso sami po sebi prepovedani, so pa omejeni, predvsem zaradi načela zagotavljanja (ohranjanja) kapitala, katerega namen je predvsem preprečevanje različnih tveganj, zlasti za položaj upnikov družbe. V primeru, ko družba zagotavlja finančna sredstva posameznemu imetniku deležev ali skupini imetnikov deležev, je potrebno poleg upnikov varovati tudi položaj drugih imetnikov deležev, katerim družba ne zagotavlja finančnih sredstev na takšen način. Z vidika operacij MBO se je v praksi pogosto pojavilo vprašanje, ali je bilo morda posojilo, ki ga je pridobil SPV za nakup družbe tarče, dano s pomočjo finančne asistencije družbe tarče, in je bilo zato posledično kršeno pravilo o prepovedi pridobivanja posojil za odkup lastnih delnic. V praksi SPV običajno pridobi finančna sredstva za odkup družbe tarče pri finančni organizaciji. Navedeni dolg pa je nato z različnimi manevri odplačevala dejansko družba tarča (npr. preko posojilnih pogodb, ki so bile sklenjene s SPV), saj so menedžerji imeli dejanski vpliv na poslovanje in sklepanje poslov tako družbe tarče kot SPV. Kot sredstvo zavarovanja odobrenega dolgovanega kredita so družbe tarče v poslovni praksi velikokrat zastavile lastne delnice. Tako pridemo do paradoksalnega položaja, v katerem je družba tarča dejansko financirala svoj lasten odkup.

V slovenskem pravnem redu je problematika finančne asistencije urejena v 248. členu ZGD-1. Skladno s prvim odstavkom 248. člena ZGD-1 je ničen pravni posel, s katerim družba zagotovi predujem ali posojilo za pridobitev delnic, ali drug posel s primerljivim učinkom. Tako so prepovedana dejanja ekonomske podpore s strani družbe tarče v zvezi s pridobivanjem njenih delnic. Enak ekonomski učinek kot posojilo ima tudi prevzemanje poroštva.⁸⁶ Če bi družba tarča izpolnila svojo poroštveno zavezo, bi v višini sredstev, ki so bila porabljena za nakup njenih delnic, zmanjšala lasten kapital zaradi pridobitve svojih delnic, saj bi bila sredstva

⁸⁵ Prelič Saša, Kocbek Marijan, Dopustnost finančne asistencije odvisne družbe za obveznosti obvladujoče družbe, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, Vol. 39, No. 4, Reka, 2018, str. 1533.

⁸⁶ Sklep Višjega sodišča v Ljubljani, opr. št. Cpg 1221/2010, z dne 14.10.2010.

družbe tarče porabljena za pokrivanje posojilnih obveznosti SPV, torej delničarjev in prevzemnikov družbe tarče kot posojilojemalcem dana za nakup njenih delnic oziroma za njen prevzem.⁸⁷ Tako se določilo prvega odstavka 248. člena ZGD-1 uporablja za primere, v katerih bi družba posredno ali neposredno s svojimi sredstvi (prek darila, posojila, odpusta dolga ali kako drugače) nekemu tretjemu omogočila postati njen delničar.⁸⁸ S tem bi družba zmanjšala svoje premoženje, pridobitelj pa bi lahko pridobival že obstoječe delnice, ne da bi se sočasno povečala denarna sredstva, ki bi se vnesla v družbo tarčo. Namen določbe 248. člena ZGD-1 je onemogočiti, da bi načelo prepovedi pridobitve lastnih delnic iz 247. člena ZGD-1 izigrali s pravnimi posli, ki imajo za družbo enak ekonomski učinek, kot če bi delnice pridobila sama.⁸⁹ Drži, da družba tarča s tem ko SPV zagotovi sredstva za odkup njenih delnic v koraku odkupa ne pridobi lastnih delnic, vendar je ekonomski učinek takšnega posla enak kot v primeru pridobitve lastnih delnic, saj se je realno premoženje družbe tarče zmanjšalo. Enak ekonomski učinek je dosežen tako v primerih, ko družba tarča sama odkupi delnice oziroma če z lastnim premoženjem kreditira nakup lastnih delnic z lastnim posojilom, kot tudi če kot kreditodajalec formalno nastopa tretja oseba in družba tarča le jamči za izpolnitev takšne kreditne pogodbe ter da za to bodisi stvarno bodisi osebno zavarovanje.

Na tem mestu je potrebno še izpostaviti, da 248. člen vsebuje neodvisno varovanje kapitala ali premoženja, kar se kaže v tem, da prvi odstavek 248. člena ZGD-1 učinkuje neodvisno od tega, če bi družba smela sama pridobiti delnice po 247. členu ZGD-1. Določba je kogentna, kar ustreza njenemu značaju zaščite kapitala. Prepoved finančne asistencije je torej v prvem odstavku 248. člena ZGD-1 urejena brezpogojno. Besedilo zakona ne omogoča nobene izjeme od prepovedi finančne asistencije v primerih, ko bi smela družba neposredno pridobivati lastne delnice po 247. členu ZGD-1. Zato ne pride v poštev analogija z 247. členom ZGD-1. Posebej stroga prepoved v prvem odstavku 248. člena ZGD-1 je zaradi specifičnih nevarnosti finančne asistencije, predvsem povečane netransparentnosti in s tem spremljajočega vpliva na družbo.⁹⁰

Za pravne posle, s katerimi družba zagotovi ekonomsko podporo pridobivanju njenih delnic tako, da da (tretjemu) predujem ali posojilo za njihovo pridobitev ali sklene drug pravni posel

⁸⁷ Sodba Višjega sodišča v Celju, Cpg 92/2018, z dne 07.11.2018.

⁸⁸ Sklep Vrhovnega sodišča RS, opr. št. III Ips 2/2018, z dne 12.04.2019.

⁸⁹ Kocbek Marjan in drugi, Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1): z novelami ZGD-1A do ZGD-1H, 1. knjiga, GV Založba, Ljubljana, 2014, str. 830.

⁹⁰ Sodba Višjega sodišča v Celju, opr. št. Cpg 123/2018, z dne 05.12.2018.

s primerljivim učinkom, prvi odstavek 248. člena ZGD-1 določa le sankcijo ničnosti. Nično je tako le posojilo (ali drug pravni posel s primerljivim učinkom), ne pa tudi sam posel pridobitve delnic. Tako pridobljene delnice tudi nimajo statusa lastnih delnic. Glede na navedeno je mogoče skleniti, da v primeru, da družba tarča zagotovi sredstva, posojilo ali zavarovanje za pridobitev njenih delnic, je takšen pravni posel ničen oziroma zavarovanje ne nastane. Premoženje družbe tarče je tako bremen prosto in posledično na voljo njenim upnikom. Navedeno pa v ničemer ne vpliva na veljavnost kazalnega pravnega posla med banko in SPV, ki ostane veljaven. Kreditno razmerje med banko in SPV nastane, ekonomski riziko pa v takšnem primeru nosi banka, saj njena terjatev do SPV, katere predmet je vračilo kredita za odkup delnic družbe tarče ni več zavarovana.⁹¹ Ničen je torej le pravni posel s katerim je družba tarča zagotovila sredstva SPV za odkup njenih delnic, ne pa tudi sam posel pridobitve delnic.⁹²

Kot že pojasnjeno, 248. člen ZGD-1 ureja dejansko stanje, v katerem tretja oseba pridobi delnice družbe tarče v svojem imenu in za svoj račun, zato določilo 248. člena ni uporabljivo v primeru, ko družba pridobi lastne delnice s pomočjo tretje osebe. Tretja oseba v tem primeru namreč pridobi delnice v svojem imenu, vendar za tuj račun (za račun družbe). Pridobitev delnic družbe, ki jih na račun družbe pridobi tretja oseba ureja določba 251. člena ZGD-1, skladno s katero lahko tisti, ki posluje v lastnem imenu, vendar za račun družbe, pridobi ali ima delnice družbe le, če bi bilo to dovoljeno družbi v skladu s pravili, ki urejajo pridobivanje lastnih delnic. Prepoved pridobitve delnic je določena tudi za odvisne družbe in za družbe v večinski lasti. Iz vidika finančne asistencije je ločevanje dejanskega stanja, ki ga ureja 248. člen ZGD-1 in dejanskega stanja, ki ga ureja 251. člen ZGD-1, pomembno predvsem zato, ker imata sicer navzven podobni dejanski stanji drugačen učinek, zato je potrebna tudi drugačna obravnava opisanih dejanskih stanj. Kolikor namreč tretja oseba odkupuje delnice v svojem imenu in za račun družbe, v takem primeru gre za dejansko stanje, ki ne ustreza prepovedi finančne asistencije, temveč ga je treba subsumirati pod določbe ZGD-1 o pridobivanju lastnih delnic prek tretjih oseb.⁹³

⁹¹ Prelič Saša, MBO – koga je treba varovati pri kreditiranih odkupih (LBO) in kako, Pravna praksa, št. 2, 2008, str.7.

⁹² Sodba Višjega sodišča v Celju, opr. št. Cpg 123/2018, z dne 05.12.2018.

⁹³ Sklep Vrhovnega sodišča RS, opr. št. III Ips 2/2018, z dne 12.04.2019.

Poleg določila 248. člena ZGD-1 pa naj bi varoval interese družbe tarče (ter posledično njenih upnikov in delničarjev) tudi ZPre-1, in sicer s prepovedjo zastave vrednostnih papirjev ciljne družbe. Skladno s 32. členom ZPre-1 mora prevzemnik pred objavo prevzemne ponudbe pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP). Na podlagi sedme točke drugega odstavka 32. člena mora prevzemnik med drugim ATVP dokazati, da za plačilo vrednostnih papirjev, na katere se nanaša prevzemna ponudba, ni na nikakršen način, posredno ali neposredno, dal ali se zavezal dati v zastavo ali zavarovanje vrednostnih papirjev ciljne družbe, ki niso v lasti prevzemnika ter da za plačilo vrednostnih papirjev ciljne družbe ni na nikakršen način, posredno ali neposredno, dal ali se zavezal dati v zastavo ali zavarovanje premoženja ciljne družbe. Določilo sedmega odstavka 32. člena ZPre-1 je bilo v zakonsko besedilo vneseno z novelo ZPre-1A⁹⁴ in je bilo med pravnimi teoretiki⁹⁵ kritično sprejeto. Namen prevzemnika z objavo prevzemne ponudbe je, da odkupi delnice družbe tarče od drugih delničarjev družbe tarče, vendar v trenutku objave prevzemne ponudbe še ni imetnik delnic, na katere se prevzemna ponudba nanaša. Skladno s 133. členom Stvarnopravnega zakonika (v nadaljevanju SPZ)⁹⁶ lahko zastavitelj ustanovi veljavno zastavno pravico na predmetu zastave le, če ima pravico razpolagati s predmetom zastave. Ker pa prevzemnik v trenutku objave prevzemne ponudbe še ni imetnik delnic družbe tarče, na katere se prevzemna ponudba nanaša, jih tudi ne more zastaviti v zavarovanje nobene obveznosti. Ker dejansko stanje, ki ga ureja 32. člen ZPre-1, v resničnem življenju sploh ne more nastati, tako prevzemnik sploh ne more dokazovati, da je dal v zastavo vrednostne papirje ciljne družbe. Kot že pojasnjeno je bil namen novele ZPre-1A varovanje upnikov in manjšinskih delničarjev družbe tarče, vendar se s sprejemom navedene novele njihov status nikakor ni niti izboljšal, niti spremenil, temveč je ostal enak kot pred sprejemom novele.

⁹⁴ Zakon o dopolnitvi Zakona o prevzemih, Uradni list RS, št. 1/08.

⁹⁵ Plavšak Nina, Novela Zakona o prevzemih, Pravna praksa, št. 48, 2007, str. 3-4.

⁹⁶ Stvarnopravni zakonik (Uradni list RS, št. 87/02 in 91/13).

8. Varstvo upnikov pri MBO

Po tem ko se med SPV in družbo tarčo vzpostavi korporacijsko razmerje obvladovanja, torej ko družba tarča postane odvisna družba, SPV pa s pridobitvijo deležev v družbi tarči postane obvladujoča družba, običajno pride do integracije obeh udeleženih družb. V večini primerov v praksi se postopek MBO konča z združitvijo družbe SPV z družbo tarčo, zato družbi izgubita svojo pravno samostojnost, posledica tega pa je tudi stapljanje premoženja in obveznosti obeh družb po poti univerzalnega pravnega nasledstva. Kot je že bilo omenjeno, je mogoče tudi, da obe družbi, ki sta udeleženi v operaciji MBO, obdržita svojo pravno samostojnost. Predmetno poglavje bo obravnavalo predvsem varstvo upnikov v primeru pripojitve SPV k družbi tarči, saj se večina operacij MBO zaključi z downstream pripojitvijo. Gre za pripojitev materinske družbe k hčerinski družbi oziroma pripojitev SPV k družbi tarči v konkretnem primeru.⁹⁷ V smislu združitve SPV preneha obstajati, njene obveznosti iz nakupa pa s tem preidejo na prevzeto družbo (družbo tarčo). Obveznosti, ki preidejo iz SPV na družbo tarčo so običajno visoke, saj ima SPV običajno minimalni osnovni kapital, nakup družbe tarče pa je financiran s posojili ali tujimi sredstvi. Zaradi visoke zadolženosti družbe SPV, se nam na tem mestu zato pojavi vprašanje prehoda dolgov družbe SPV na družbo tarčo ter s tem povezano vprašanje varstva upnikov obeh družb.

Vsem materialnim statusnim preoblikovanjem (sem spadajo tudi združitve družb) je skupno načelo zaščite upnikov, skladno s katerim zaradi materialnega statusnega preoblikovanja upniki ne smejo priti v slabši položaj. To načelo je izraženo na dva načina:

1. upniki pri uveljavljanju svojih terjatev ne smejo biti priti v slabši položaj,
2. upniki glede finančnih zmožnosti novega dolžnika (v konkretnem primeru družbe tarče), da opravi izpolnitve, ki so predmet terjatve upnikov, ne smejo priti v slabši položaj.⁹⁸

Samo uveljavljanje terjatev upnikov pri združitvi ni problematično, saj vse obveznosti družbe SPV preidejo na eno družbo (družbo tarčo). V prvo raven varstva spadajo predvsem pravila, ki upnike seznanijo z identiteto novega dolžnika po združitvi SPV in družbe tarče. Skladno s 8.

⁹⁷ Tompa Gašper, Dopustnost operacij LBO/MBO, Pravna praksa, št. 37, 2009, str. 22.

⁹⁸ Kocbek Marjan in drugi, Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1): z novelami ZGD-1A do ZGD-1H, 3. knjiga, GV Založba, Ljubljana 2014, str. 172.

členom Zakona o sodnem registru⁹⁹ (v nadaljevanju ZSrg) je upnik SPV obveščen o pravnem dejstvu prenosa obveznosti in o osebi novega dolžnika že z objavo vpisa združitve obeh družb. Zaradi navedenega posebna ureditev ni potrebna.¹⁰⁰ Upniki SPV je od dneva objave združitve SPV in družbe tarče v sodni register seznanjen kdo je novi dolžnik in lahko veljavno (pravno učinkovito) opravi pravno dejanje, ki je potrebno za ohranitev oziroma uveljavitev njegove terjatve, v razmerju do družbe tarče.

Več pravnih vprašanj pa se postavi glede finančnih zmožnosti novega dolžnika (družbe tarče) glede izpolnitve obveznosti, ki so predmet terjatve upnikov obeh družb, saj pri operaciji MBO pride do stapljanja premoženja visoko zadolžene SPV s premoženjem družbe tarče. Zaradi združitve SPV in družbe tarče, se finančni položaj (kratkoročna in dolgoročna plačilna spodobnost) novega oziroma obstoječega dolžnika (družbe, ki je prevzela izpolnitev dolžnosti do upnika) lahko poslabša, čeprav se pravno gledano (glede višine terjatve) položaj upnika ne spremeni. Tako se zaradi pripojitve lahko poslabša položaj upnikov družbe tarče (če se je k njen pripojila finančno šibkejša SPV) bodisi položaj upnikov SPV.

Zaščiti upnikov pred vsemi zgoraj vpisanimi tveganji sta namenjena dva sklopa pravil, in sicer:

- pravila, s katerimi se uresničuje načelo ohranjanja kapitala,
- pravila o pravici upnikov zahtevati dodatno zavarovanje njihovih terjatev.¹⁰¹

Na tem mestu je potrebno še izpostaviti, da se v teoriji ravni varstva upnikov imenujejo tudi individualno in institucionalno varstvo upnikov pri materialnih statusnih preoblikovanjih. Navedena delitev varstva temelji na vprašanju, komu je dejansko to varstvo namenjeno. Individualno varstvo je namenjeno že znanim obstoječim upnikom (torej tistim, kateri so imetniki že nastalih terjatev), med tem ko je institucionalno varstvo namenjeno bodočim upnikom, torej tistim, ki bodo v pravna razmerja z družbo vstopili šele po izvedbi pripojitve SPV k družbi tarči. Med individualno varstvo upnikov tako spada pravica upnikov zahtevati dodatno zavarovanje njihovih terjatev, med tem ko je institucionalno varstvo upnikov zagotovljeno skozi pravila bilančnega prava, predvsem pa skozi načelo zagotavljanja in

⁹⁹ Zakon o sodnem registru, Uradni list RS, št. 54/07 – uradno prečiščeno besedilo, 65/08, 49/09, 82/13 – ZGD-1H, 17/15, 54/17 in 16/19 – ZNP-1.

¹⁰⁰ Kocbek Marjan in drugi, Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1): z novelami ZGD-1A do ZGD-1H, 3. knjiga, GV Založba, Ljubljana 2014, str. 173.

¹⁰¹ Kocbek Marjan in drugi, Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1): z novelami ZGD-1A do ZGD-1H, 3. knjiga, GV Založba, Ljubljana 2014, str. 173.

ohranitve kapitala družbe kot njegovega dela.¹⁰² Kot bo pojasnjeno v nadaljevanju, vsi instituti, ki služijo varovanju upnikov pri operaciji MBO, ne zahtevajo aktivnega sodelovanja upnikov.

8.1. Pravila, s katerimi se uresničuje načelo ohranjanja kapitala

Bistvo kapitalskih družb je v tem, da je osnovni kapital nosilec eksistence družbe. Pravno bistvo delniškega osnovnega kapitala je še v tem, da je v celoti razdeljen na delnice.¹⁰³ Ker je pri kapitalskih družbah izključena osebna odgovornost družbenikov, imajo upniki za poplačilo svojih terjatev na voljo torej zgolj premoženje družbe. Zaradi navedenega je osnovni kapital in njegovo ohranjanje v družbi bistvenega pomena. Načelo zagotavljanja kapitala se zagotavlja z obveznostjo družbenikov vplačati premoženje družbe ob njeni ustanovitvi (oziroma v delniški družbi v zameno za delnice prispevajo družbi vložke, s čimer zagotovijo realno premoženje delniške družbe). Tako se družbi zagotovi začetni kapital in hkrati začetno jamstvo za poplačilo morebitnih obveznosti upnikom. Ko je družba enkrat ustanovljena pa postane relevantno načelo ohranjanja kapitala, ki se nanaša predvsem na prepoved vrnitve vložkov.¹⁰⁴

Uvodoma je potrebno poudariti, da se pravila, ki uresničujejo načelo ohranjanja kapitala, nanašajo zgolj na vezani kapital družbe. Funkcija vezanega kapitala je predvsem zaščita upnikov pred tveganjem prihodnjih izgub družbe, ki zmanjšujejo vrednost premoženja družbe oziroma povečujejo višino njenih obveznosti, in zaradi katerih bi družba postala insolventna. Vezani kapital je tisti del lastnega kapitala družbe, ki ga (pred likvidacijo družbe in pred poplačilom vseh obveznosti družbe) ni dovoljeno uporabiti kot vir za izplačilo delničarjem (bodisi v obliki izplačila dividend bodisi v obliki plačila za lastne delnice, ki jih odplačno pridobi družba) oziroma, povedano drugače, v breme katerega ni dovoljeno opraviti izplačil delničarjem. Vezani kapital sestavljen iz osnovnega kapitala in vezanih rezerv družbe (zakonske in kapitalske rezerve).¹⁰⁵ Kolikor bi po pripojitvi SPV k družbi tarči, družba tarča postala insolventna, načelo ohranjanja kapitala torej zahteva, da je del premoženja družbe vezan v družbi tarči, saj je namenjen poplačilu obveznosti družbe tarče in tako ščiti upnike

¹⁰² Mumelj Boštjan, Nekatera pravna vprašanja varstva upnikov pri institutu leveraged buy out, Podjetje in delo, št. 5, 2008, str. 781.

¹⁰³ Prvi odstavek 168. člena ZGD-1.

¹⁰⁴ Ivanjko Šime, Marijan Kocbek, Saša Prelič, Korporacijsko pravo, 2. predelana in dopolnjena izdaja, GV Založba, Ljubljana, 2009, str. 466.

¹⁰⁵ Plavšak Nina, Pripojitev s povečanim finančnim vzvodom, Podjetje in delo, št. 2, 2015, str. 227.

družb tudi po izvedeni operaciji MBO, ki bi v praksi lahko pripeljala do slabega finančnega stanja družbe tarče.

Načelo ohranjanja kapitala je primarno uzakonjeno v prepovedi vračila in obrestovanja vložkov. Ta prepoved je uzakonjena zaradi varovanja upnikov, saj zagotovljeni kapital z vplačili vložkov zagotavlja premoženje družbi za izvajanje gospodarske aktivnosti družbe.¹⁰⁶ Skladno z drugim odstavkom 227. člena se razumljivo za vračilo vložkov ne šteje plačilo deleža v bilančnem dobičku in plačilo zaradi dopustne pridobitve lastnih delnic. Tretji odstavek ureja prikrita izplačila dobička delničarjem, ki jih definira kot nedopustna plačila za dajatve ali storitve delničarja ali z njim povezanih družb v višini, ki presega njihovo pravo vrednost, ne glede na to, ali je bilo plačilo dano delničarju ali z njim povezani družbi ali tretjemu po njegovem naročilu. Prepoved vračila in obrestovanje vložkov torej varuje osnovni kapital družbe, posledično pa je bistvenega pomena za varstvo upnikov družbe, nenazadnje pa varuje tudi druge družbenike in družbo pred morebitnim izčrpavanjem njenega premoženja. Iz tega načela je logična tudi načelna prepoved pridobivanja lastnih delnic izven dopustnega okvira, ki ga ureja zakon. Z angažiranjem sredstev družbe za pridobitev lastnih delnic bi se zmanjševala realna vrednost premoženja družbe, zato je ekonomski učinek pridobivanja lastnih delnic enak vračilu vložkov delničarjem.¹⁰⁷ Prepoved vračila in obrestovanja vložkov je torej tesno povezana s prepovedjo pridobivanja lastnih delnic, ki je zaradi povezanosti s finančno asistenco pri operacijah MBO opisana pod točko 7 predmetnega dela.

Načelo ohranjanja kapitala se pri združitvi (pripojitvi in spojitvi) izraža predvsem v pravilu, po katerem emisijski znesek delnic¹⁰⁸, ki jih prevzemna družba izda delničarjem prevzete družbe, ne sme biti manjši od čiste vrednosti prevzete oziroma prenosne družbe, zmanjšane za znesek morebitnih denarnih doplačil¹⁰⁹.¹¹⁰ V primeru operacije MBO to torej pomeni, da pri pripojitvi SPV k družbi tarči, družba tarča ne sme ponuditi delničarjem SPV (torej menedžerjem, ki so običajno lastniki SPV) delnic z nižjo vrednostjo kot je čista vrednost družbe SPV. Če je to pravilo

¹⁰⁶ Sklep Višjega sodišča v Ljubljani, Cpg 1221/2010, z dne 14.10.2010.

¹⁰⁷ Sklep Višjega sodišča v Ljubljani, Cpg 1221/2010, z dne 14.10.2010.

¹⁰⁸ Emisijski znesek delnice je vrednost, za katero družba ponudi delnice na trgu. Skladno s 173. členom ZGD-1, se delnica ne sme izdati za znesek, ki je nižji od nominalnega zneska.

¹⁰⁹ Denarno doplačilo je znesek, z izplačilom katerega se izravna premoženjski položaj delničarja prevzete oziroma prenosne družbe, kadar tega ni mogoče v celoti uresničiti z izročitvijo delnic (poslovnih deležev), ki jih prevzemna družba izda ali zagotovi zaradi izvedbe statusnega preoblikovanja.

¹¹⁰ Plavšak Nina, Pripojitev s povečanim finančnim vzvodom, Podjetje in delo, št. 2, 2015, str. 227.

spoštovano, potem je namreč celotna čista vrednost sredstev družbe SPV, ki preide na družbo tarčo, krita z dodatnim vezanim kapitalom družbe tarče.

8.2. Pravica upnikov zahtevati dodatno zavarovanje njihovih terjatev

S pripojitvijo SPV k družbi tarči se poveča tveganje upnikov SPV in družbe tarče, da ne bodo v celoti in pravočasno poplačani. Do navedenega lahko pripelje predvsem poslabšanje dolgoročne plačilne spodobnosti¹¹¹ bodisi poslabšanje kratkoročne plačilne spodobnosti¹¹² družbe tarče. Načelo ohranjanja kapitala upnike namreč ščiti upnike samo pred tveganjem neizpolnitve obveznosti zaradi prezadolženosti (t.j. pred skrajnim stanjem dolgoročne plačilne sposobnosti), ne ščiti pa jih zaradi tveganja neizpolnitve obveznosti, ki jih imajo do družbe, zaradi morebitnih drugih pojavnih oblik finančnega položaja kratkoročne oziroma dolgoročne plačilne nesposobnosti družbe tarče.¹¹³

Upniki SPV in upniki družbe tarče imajo po objavi vpisa pripojitve v register, skladno s prvim odstavkom 592. člena ZGD-1, pravico zahtevati zavarovanje za svoje nezapadle, negotove in pogojne terjatve. Navedeno pravico morajo uresničiti v šestih mesecih od vpisa pripojitve v sodni register, sicer njihova pravica zahtevati zavarovanj preneha. Pravico zahtevati zavarovanje svojih terjatev upniki dobijo samo, če verjetno izkažejo, da je zaradi pripojitve ogrožena sposobnost družbe tarče pravočasno in v celoti izpolniti obveznosti do njih. Upniki morajo biti o navedenem poučeni v objavi vpisa pripojitve SPV k družbi tarči. Terjatev iz 592. člena ZGD-1 je tako imenovana terjatvena pravica (terjatev na vzpostavitev primerne zavarovanja) in se razlikuje od kavzalne terjatve, to je terjatve, za katero je upnik zavarovanje sploh zahteval. Terjatvena pravica je po svoji pravni naravi nedenarna terjatev, dolžnik pa jo izpolni s tem, da zagotovi ustrezno zavarovanje (ustanovitev zastavne pravice na premoženju).¹¹⁴

Pravica zahtevati zavarovanje iz 592. člena ZGD-1 je mišljena le za terjatve upnikov, ki še niso iztožljive.¹¹⁵ Potrebno je izpostaviti, da pravice zahtevati zavarovanje nimajo tisti upniki, ki

¹¹¹ Dolgoročna plačilna spodobnost je sposobnost družbe zagotavljati plačilno spodobnost za celotno obdobje poslovanja podjetja.

¹¹² Kratkoročna plačilna sposobnost je sposobnost pravočasno izpolnjevati zapadla obveznosti.

¹¹³ Kocbek Marjan in drugi, Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1): z novelami ZGD-1A do ZGD-1H, 3. knjiga, GV Založba, Ljubljana 2014, str. 175.

¹¹⁴ Sklep Višjega sodišča v Ljubljani, opr. št. I Cpg 922/2016, z dne 08.11.2016.

¹¹⁵ Sodba Višjega sodišča v Ljubljani, opr. št. I Cpg 1407/2012, z dne 03.12.2014.

imajo ob morebitnem stečajnem postopku pravico do prednostnega poplačila.¹¹⁶ Takšna ureditev je razumljiva in smiselna, saj imajo upniki, ki že imajo pravico do prednostnega poplačila, svoje terjatve že zavarovane, in to z zavarovanjem, ki jim daje prednostno plačilo v stečaju.

Če je zaradi pripojitve upniku SPV ali upniku družbe tarče nastala škoda, lahko uveljavlja odškodninski zahtevek proti članom vodenja in nadzora prevzete družbe, glede katere 594. člen ZGD-1 v 2. odstavku določa, da se v takem primeru šteje, da ta družba (v konkretnem primeru SPV) obstaja še naprej. Glede na navedeno se član vodenja in nadzora SPV ne bo mogel rešiti odgovornosti z ugovorom, da je SPV prenehala z izbrisom iz sodnega registra. To zagotovilo pa je za upnika bistveno pri uveljavljanju njegovih zahtevkov do dolžnika oziroma do odgovornih oseb prevzete družbe za neplačane dolgove.¹¹⁷

8.3. Dodatno varstvo upnikov pri pripojitvi

Z novelo ZGD-1A je bilo v zakonsko besedilo 592. člena s tretjim do petim odstavkom vneseno še posebno zavarovanje upnikov. Tretji do peti odstavek 592. člena urejajo položaj, ki je specifičen prav za operacije LBO in MBO. Posebno varstvo upnikov pri pripojitvi se uporablja le v primerih, ko je pri pripojitvi udeležena družba, ki je imetnik več kot 25% delnic katere koli druge pri pripojitvi udeležene družbe, in je te delnice dala v zastavo ali v zavarovanje za dobljena posojila ali podobne pravne posle, s katerimi si je zagotovila sredstva za pridobitev teh delnic ciljne družbe.¹¹⁸ Opisan način financiranja z zadolžitvijo pa je značilen ravno za operacije MBO. Kreditodajalci tekom operacije MBO namreč dajo kredit SPV, ki v zavarovanje tega kredita pogosto ustanovi zastavno pravico na delnicah družbe tarče, katerih nakup financira s tem kreditom. Nato se izvede združitve SPV in družbe tarče. Ker z izvedbo pripojitve SPV preneha, se njene delnice posledično razveljavijo. Družbi tarči tako ostanejo tako ostanejo vse obveznosti na podlagi kreditov za financiranje prevzema. Pri navedenem praviloma pri družbi tarči nastane visok finančni vzvod, ki lahko za upnike obeh družb pomeni visoko tveganje glede poplačila njihovih terjatev.¹¹⁹ Varstvo upnikov pri izvedbi združitve SPV in družbe tarče je v navedenem primeru zagotovljeno na naslednje načine:

¹¹⁶ Drugi odstavek 592. člena ZGD-1.

¹¹⁷ Sklep višjega sodišča v Ljubljani, opr. št. IV Cpg 1020/2012, z dne 27.09.2012.

¹¹⁸ Tretji odstavek 592. člena ZGD-1.

¹¹⁹ Kocbek Marjan in drugi, Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1): z novelami ZGD-1A do ZGD-1H, 3. knjiga, GV Založba, Ljubljana 2014, str. 294.

- večinsko soglasje: soglasje večine upnikov vsake pri pripojitvi udeležene družbe (t.j. upnikov SPV in družbe tarče). Večinsko soglasje je dano, če dajo soglasje upniki, katerih terjatve znašajo skupaj vsaj 75% vsote obveznosti družbe,¹²⁰
- posamično soglasje: soglasje upnikov vsake pri pripojitvi udeležene družbe, katerih terjatve presegajo 5% delež vseh obveznosti družbe,
- soglasje delavcev: soglasje delavcev vsake pri pripojitvi udeležene družbe, v imenu katerih poda izjavo o soglasju njihov predstavnik.

Vsa zgoraj navedena soglasja so pogoj za veljavnost pogodbe o pripojitvi. ZGD-1 to varstvo priznava tako upnikom SPV kot upnikom družbe tarče. Upniki in predstavniki delavcev morajo dati izjavo o soglasju v obliki notarskega zapisa.¹²¹

Dodatno varstvo upnikov v operacijah LBO/MBO je smiselno urejeno, saj pri njih obstaja nevarnost, da bo družba, ki bo izšla iz takšne združitve, premoženjsko in kapitalsko podhranjena oziroma da bodo tudi v tej družbi obveznosti presegale vrednost njenega premoženja, s katerim jamči za obveznosti, ki jih ima do upnikov. Družba, ki izide iz združitve, ni ustrezno strukturirana, zato lahko zavarovanje, ki ga da družba tarča ali SPV svojim upnikom skladno s prvim in drugim odstavkom 592. člena, ne daje ustreznega jamstva. V primeru, da obveznosti družbe, ki preživi združitev, presegajo njeno premoženje, obstaja velika verjetnost, da ne bodo vsi upniki v celoti poplačani. Iz navedenega razloga je bilo posledično smiselno v zakonodajo umestiti še dodatno varstvo v obliki soglasja upnikov obeh družb, ki sta udeleženi pri združitvi družbe tarče in SPV tekom operacije MBO.

¹²⁰ Četrty odstavek 592. člena ZGD-1.

¹²¹ Peti odstavek 592. člena ZGD-1.

9. Zaključek

Če so operacije MBO izvedejo skladno z veljavno zakonodajo, potem je mogoče skleniti, da lahko na samo gospodarsko družbo lahko učinkujejo pozitivno. Vstop menedžerjev v lastništvo družbe tarče lahko pomeni veliko motivacijo menedžerjev, da družba deluje čim bolj optimalno in dosega čim boljše rezultate na trgu, saj imajo od dobrega poslovanja koristi vsi (lastniki, menedžerji, delavci, upniki). Seveda je potrebno pri operacijah MBO upoštevati interese vseh vpletenih (manjšinski delničarji, upniki družbe SPV in družbe tarče ter njihovi delavci). Mogoče je zaključiti, da veljavna slovenska zakonodaja uspešno varuje interese vseh subjektov, ki lahko občutijo negativne posledice napačno izvedenih operacij MBO.

Pri operacijah MBO se srečamo s situacijo, v kateri menedžerji nastopajo hkrati kot kupci in pooblaščenca prodajalcev, zato je nujno, da se spoštuje vse mehanizme, ki odpravljajo konflikte interesov. Dodatno je potrebno izpostaviti tudi, da se menedžerji pri opravljanju svojega dela vsakodnevno srečujejo z informacijami, ki lahko vplivajo na cene delnic družbe, ki jo želijo prevzeti. Pri načrtovanju nakupa zato ne smejo zlorabiti notranjih informacij o poslovanju družbe v svojo korist. Pojem notranje informacije mora imeti lastnosti, kot so navedene v Uredbi 596/2014/EU. Nenazadnje so menedžerji kupci, ki najbolje poznajo predmet prodaje. Sam postopek operacije MBO torej mora biti javen, transparenten in izpeljan skladano z veljavno zakonodajo. Le tako se bodo menedžerji lahko otresli kakršnih koli očitkov, da so delovali le v svojem osebni interesu ter da so posledično zanemarjali interese lastnikov družbe.

Ko je prevzem družbe tarče izpeljan, se običajno družba, ki so jo menedžerji ustanovili za namene operacije MBO (SPV), pripoji družbi tarči. Pripojitev SPV k družbi tarči ni nujna, vendar se običajno v praksi zgodi, predvsem zato, ker želijo menedžerji servisirati dolg SPV, ki so ga dobili za namene odkupa družbe tarče. V praksi se sicer lahko tudi družba tarča pripoji k SPV, vendar se menedžerji običajno odločijo za operacijo MBO ravno zaradi lastnosti, ki jih ima družba tarča (good will, tržni delež, znamka...), zato ne bi bilo smiselno, da bi družba tarča prenehala s pripojitvijo k SPV. Dolg, s katerim so menedžerji financirali odkup družbe tarče, se običajno servisira z denarnim tokom družbe tarče. Pri pripojitvi SPV k družbi tarči moramo upoštevati določila ZGD-1 o varstvu upnikov pri pripojitvah. Ohranjanje osnovnega kapitala družb pri pripojitvi je eno izmed osnovnih načel, ki varuje upnike pred tem, da bi njihove

terjatve ostale nepoplačane. Tako upniki lahko pri pripojitvi zahtevajo dodatno zavarovanje, dodatno pa je za veljavnost pogodbe o pripojitvi družbe SPV k družbi tarči potrebno tudi soglasje določenega deleža upnikov.

V Sloveniji so v preteklosti operacije MBO dvigovale veliko prahu, zato verjetno še nekaj časa ne bodo pozabljene. Operacije MBO so namreč predstavljale eno izmed orodij privatizacije v času tranzicije iz socialistične v kapitalistično družbeno ureditev. Veliko akterjev operacij MBO je pristalo na sodiščih, kjer se je presoјalo o zakonitosti njihovih ravnanj. Namen predmetnega dela ni bila opredelitev in analiza takratnih operacij MBO, saj je bilo o tem že veliko povedanega in zapisanega, ampak pregled in analiza pravilno izvedene operacije MBO. Dejstvo je, da pravilno izvedene operacije MBO lahko pozitivno vplivajo na poslovanje družbe, saj postanejo menedžerji s kapitalsko udeležbo v družbi tarči dodatno motivirani za dolgoročno dobro poslovanje družbe, to pa predvsem zato, ker se njihovi interesi približajo interesom lastnikov (principalov) družbe. Nesmiselno bi bilo, da bi zaradi nepravilno izpeljanih operacij MBO v preteklosti a priori zavračali kakršne koli poskuse vstopa menedžerjev v lastništvo družbe, ki jo vodijo. Slovenska zakonodaja namreč vsebuje institute, katerih namen je varovanje tistih, ki bi jih nepravilno izvedena operacija MBO lahko prizadela.

10. Literatura in viri

10.1. Literatura

Auerbach J. Alan, *Corporate Takeovers: Causes and consequences*, The University of Chicago Press, Chicago, 1988.

Bajt Aleksander, Štiblar Franjo, *Ekonomija, Ekonomska analiza in politika*, GV Založba, Ljubljana, 2002.

Berle A. A., Means G., *The modern corporation and private property*, Transaction Publishers, New York, 1991.

Bouchoux Deborah E., *Business Organizations for Paralegals, Fifth Edition*, Aspen Publishers, New York, 2010.

Ivanjko Šime, Marijan Kocbek, Saša Prelič, *Korporacijsko pravo, 2. predelana in dopolnjena izdaja*, GV Založba, Ljubljana, 2009.

Kalss S., *Gläubigerschutz bei Verschmelzungen von Kapitalgesellschaften*, Zeitschrift für Unternehmensund Gesellschaftsrech, 2009.

Kocbek Marijan, Plavšak Nina, Dušan Pšeničnik, *Zakon o prevzemih (ZPre-1) /uvodna pojasnila*, GV Založba, Ljubljana, 2006.

Kocbek Marijan, Plavšak Nina, Premk Peter, *Zakon o prevzemih (ZPre) s komentarjem*, Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1997.

Kocbek Marijan, Prelič Saša, *Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1): z novelami ZGD-1D do ZGD-1G/uvodna pojasnila*, GV Založba, Ljubljana, 2012.

Kocbek Marijan, *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1)*, GV Založba, Ljubljana, 2006.

Kocbek Marjan in drugi, *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1): z novelami ZGD-1A do ZGD-1H, 3. knjiga*, GV Založba, Ljubljana, 2014.

Kocbek Marjan in drugi, *Veliki komentar Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1): z novelami ZGD-1A do ZGD-1H, 1. knjiga*, GV Založba, Ljubljana, 2014.

Pojasnila in praktični vidiki ZPre-1, ATVP, Ljubljana, 2013.

Prohaska Zdenko, *Finančni trgi*, Ekonomska fakulteta, Ljubljana, 1999.

Samec Nataša, Delniške opcije: obligacijski, korporacijski, delovnopравни, insiderski, bilančni in davčni vidiki, GV Založba, Ljubljana, 2009.

Swartz Matt, Daniel Lee, The Corporate, Securities, and M&A Lawyer's Job, American Bar Association, Chicago, 2008.

Webb Ian, Management buyouts (2nd edition), Gower Publishing Company, Vermont, 1990.

Weston Fred, Siu Juan in drugi, Takeovers restructuring and corporate governance (3rd edition), Prentice-Hall, Inc., New Jersey, 2001.

Weston J. Fred, Chung S. Kwang, Hoag E. Susan, Mergers, Restructuring and corporate control, Prentice-Hall, Michigan, 1990.

Wright Mike, Burrows Andrew in drugi, The implications of alternative investment vehicles for corporate governance, Centre for Management Buy-out Research, Nottingham, 2007.

10.2. Članki

Anabtawi Iman, Predatory Management Buyouts, U.C. Davis Law Review, vol. 49, nu. 4, 2016, str. 1285-1334.

Bohinc Rado, Bainbridge M. Stephen, Corporate Governance in Post-Privatized Slovenia, American Journal of Comparative Law, št. 49, 2001, str.49-78.

Bohinc Rado, Ureditev nasprotja interesov direktorjev z interesi gospodarske družbe, Pravna praksa, št. 41-42, 2011, str. 26.

Brooks H Rory, Theory and Practice of Mezzanine financing, International Business Lawyer, vol. 18, no. 10, 1990, str. 445-448.

Hall J. H., The agency problem, agency cost and proposed solutions thereto: A South African perspective, Meditari Accountancy Research, Vol. 6, 1998, str. 145 – 161.

Morrissey J. Daniel, Law, Ethics, and the Leveraged Buyout, Detroit Law Review, University of Detroit, Vol. 65, No. 3, 1988, str. 403 - 429.

Mumelj Boštjan, Nekatera pravna vprašanja varstva upnikov pri institutu leveraged buy out, Podjetje in delo, št. 5, 2008, str. 773 – 790.

Orehek Nina, Lastne delnice, Podjetje in delo, št. 3-4, 2013, str. 492.

Plavšak Nina, Pripojitev s povečanim finančnim vzvodom, Podjetje in delo, št. 2, 2015, str. 227.

Plavšak Nina, Novela Zakona o prevzemih, Pravna praksa, št. 48, 2007, str. 3-4.

Prelič Saša, MBO – koga je treba varovati pri kreditiranih odkupih (LBO) in kako, Pravna praksa, št. 2, 2008, str. 6-8.

Prelič Saša, Kocbek Marijan, Dopustnost finančne asistencije odvisne družbe za obveznosti obvladujoče družbe, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, Vol. 39, No. 4, 2018, 1533-1557.

Robbie Ken, Wright Mike, Thompson Steve, Management buy-ins in the UK, Omega, št. 20, 1992, str. 153-168.

Shaw Bill, Resolving the Conflict of Interest in Management Buyouts, Hofstra Law Review, Vol. 19, 1990, str. 143 – 170.

Tompa Gašper, Dopustnost operacij LBO/MBO, Pravna praksa, št. 37, 2009, str. 22.

Varanelli Luigi, Leveraged buyouts med teorijo in prakso, Podjetje in delo, št. 3, 2001, str. 356 – 369.

Varanelli Luigi, Menedžerski odkupi, izvedeni s tehniko management buyout, Pravna praksa, št. 49-50, 2007, str. 6 – 8.

Varanelli Luigi, Trgovanje z notranjimi informacijami (insider trading), Pravna praksa, št. 9, 2008, str. 13-16.

10.3. Pravni viri

Kazenski zakonik, Uradni list RS, št. 50/12 – uradno prečiščeno besedilo, 6/16 – popr., 54/15, 38/16 in 27/17.

Obligacijski zakonik, Uradni list RS, št. 97/07 – uradno prečiščeno besedilo, 64/16 – odl. US in 20/18 – OROZ631.

Stvarnopravni zakonik, Uradni list RS, št. 87/02 in 91/13.

Uredba (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga (uredba o zlorabi trga) ter razveljavitvi Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter direktiv Komisije 2003/124/ES, 2003/125/ES in 2004/72/ES.

Ustava Republike Slovenije, Uradni list RS, št. 33/91-I, 42/97 – UZS68, 66/00 – UZ80, 24/03 – UZ3a, 47, 68, 69/04 – UZ14, 69/04 – UZ43, 69/04 – UZ50, 68/06 – UZ121,140,143, 47/13 – UZ148, 47/13 – UZ90,97,99 in 75/16 – UZ70a.

Zakon o dopolnitvi Zakona o prevzemih, Uradni list RS, št. 1/08.

Zakon o gospodarskih družbah, Uradni list RS, št. 65/09 – uradno prečiščeno besedilo, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 – odl. US, 82/13, 55/15, 15/17 in 22/19 – ZPosS.

Zakon o gospodarskih družbah, novela D, Uradni list RS, št. 33-1587/2011.

Zakon o gospodarskih družbah, novela G, Uradni list RS, št. 57-2405/2012.

Zakon o prevzemih (ZPre-1), Uradni list RS, št. 79/06, 67/07 – ZTFI, 1/08, 68/08, 35/11 – ORZPre75, 105/11 – odl. US, 10/12, 38/12, 56/13, 63/13 – ZS-K, 25/14 in 75/15.

Zakon o sodnem registru, Uradni list RS, št. 54/07 – uradno prečiščeno besedilo, 65/08, 49/09, 82/13 – ZGD-1H, 17/15, 54/17 in 16/19 – ZNP-1.

Zakon o trgu finančnih instrumentov, Uradni list RS, št. 108/10 – uradno prečiščeno besedilo, 78/11, 55/12, 105/12 – ZBan-1J, 63/13 – ZS-K, 30/16, 9/17, 77/18 – ZTFI-1 in 66/19 – ZTFI-1A.

Zakon o trgu finančnih instrumentov, Uradni list RS, št. 77/18, 17/19 – popr. in 66/19.

10.4. Sodna praksa

Sklep Višjega sodišča v Kopru, Cpg 222/2007, z dne 14.09.2007.

Sklep Višjega sodišča v Ljubljani, opr. št. Cpg 1221/2010, z dne 14.10.2010.

Sklep Višjega sodišča v Ljubljani, opr. št. IV Cpg 1020/2012, z dne 27.09.2012.

Sodba Višjega sodišča v Ljubljani, opr. št. I Cpg 1407/2012, z dne 03.12.2014.

Sklep Višjega sodišča v Ljubljani, opr. št. I Cpg 922/2016, z dne 08.11.2016.

Sodba Višjega sodišča v Celju, opr. št. Cpg 63/2017, z dne 17.05.2017.

Sodba Višjega sodišča v Mariboru, opr. št. I Cpg 434/2017, z dne 07.02.2018.

Sklep Višjega sodišča v Ljubljani, opr. št. II Kp 44352/2016, z dne 03.10.2018.

Sodba Višjega sodišča v Celju, Cpg 92/2018, z dne 07.11.2018.

Sodba Višjega sodišča v Celju, opr. št. Cpg 123/2018, z dne 05.12.2018.

Sklep Vrhovnega sodišča RS, opr. št. III Ips 2/2018, z dne 12.04.2019.