

Prispevek k preiskovanju sodobnih kaznivih dejanj, povezanih z menedžerskimi odkupi

Aljaž Viraj,¹ Bojan Tičar,² Dušan Florjančič,³ Katja Eman⁴

Prispevek obravnava tematiko menedžerskih prevzemov (angl. *management buyout* – v nadaljevanju MBO), ki predstavljajo pomemben prispevek k trenutnemu negativnemu javnofinančnemu stanju v Sloveniji. Njegov namen je, s sodbami in sekundarnimi viri analizirati najodmevnejše primere MBO pri nas, poiskati njihove značilnosti in skupne točke, da bi lahko morebiti določili skupni imenovalac. Cilj prispevka je identificirati *modus operandi* slovenskih menedžerjev, kar bi lahko pripomoglo k prihodnjim preiskavam policije. Metodologija vsebuje deskriptivno obravnavo sodb in sekundarnih virov ter njihovo analizo. Slovenski trg kapitala je slabo razvit, zato se nepravilnosti pri analiziranih primerih nanašajo predvsem na financiranje prevzema oziroma pridobitev začetnega kapitala. Prevzemniki na škodo ciljne družbe verižno preprodajajo bodisi nepremičnine bodisi deleže delnic ali pa ciljno družbo in njene hčerinske družbe po prevzemu zaradi ugodne bonitete izdatno zadolžijo. Velika težava se kaže v nepreglednosti, saj pri prevzemih sodeluje veliko število družb (tudi slamnatih), da bi zamislili povezave. Na koncu pa veriga vodi do družb, ki jih prevzemniki lastniško obvladujejo. Poprevzemne strategije v večini primerov ni mogoče zaznati. Pojavlja se tudi izigravanje upnikov s prepisovanjem nepremičnin na družinske člane ali vpisovanjem zemljiškega dolga. Vložek lastniškega kapitala je nizek.

Ključne besede: privatizacija, odkup, finančni vzvod, menedžerski odkup

UDK: 343.37

1 Uvod

V Sloveniji potekajo menedžerski prevzemi (v nadaljevanju MBO) že od leta 1993 in kar 80 % vseh nekdanjih družbenih podjetij so prevzeli njihovi menedžerji (Polanič, 2010). Širši javnosti te dejavnosti niso bile preveč zanimive, tudi mediji se niso veliko posvečali pisanju o tovrstnih poslih. Zanimanje medijev se je močno spremenilo, ko se je leta 2008 gospodarska kriza iz Združenih držav Amerike zaradi globalne prepletenosti trgov zelo hitro razširila tudi v Evropo in v preostali svet (Štiblar, 2008). Neugodni pogoji, ki so ob tem nastali, so čez čas razkrili številne malverzacije nekaterih oseb, ki so svoje prevzeme začeli v ugodnejših gospodarskih pogojih. Ker spremenjene razmere na trgu niso več omogočale izpolnjevanja vseh obveznosti, ki so jih imeli do tistih, ki

so njihove prevzeme financirali, so se začele pojavljati velike težave, ogrožena so bila delovna mesta in ne nazadnje celo obstoj gospodarskih družb, ki so jih prevzemali. Zaradi tega je širša javnost, podkrepljena z obsežnim poročanjem medijev, dobila precej negativno mnenje o prevzemih in jih povezuje z negativnostjo, izkoriščanjem za lastne interese, bogatenjem na račun drugih, s plenjenjem in tako naprej. Dobro so znani primeri Istrabenza, Merkurja, Pivovarne Laško, SCT, d. d., ACH, d. d., BTC, d. d., Vegrada in številnih drugih. Pivovarna Laško je bila pri MBO oškodovana za 109 milijonov evrov, kar ji še danes povzroča težave (Tajkun znova na zatožno klop, 2014; Tajkuna znova na sodišče, 2013). Vrednost poslov, povezanih s SCT in družbama Delfi ter Glotis (upoštevajoč tudi slamnata podjetja), je ocenjena na 230 milijonov evrov, ob tem pa SCT državi dolguje še približno 5 milijonov evrov davka (Golob, 2013: 41).

MBO povzročajo izredno veliko finančno škodo, ki jo štejemo v desetinah in stotinah milijonov evrov. Ob stečaju Merfina in družbe HTC, preko katerih naj bi se izvedel prevzem družbe Merkur, so upniki prijaviili za 720 milijonov evrov terjatev (Polanič, 2012). Ob tem mnoge razburja tudi dejstvo, da posojila, ki so se najemala za izvedbo MBO, niso bila odobrena skladno s pravili oziroma so se podeljevala »pod mizo«, netransparentno in po takšnih in drugačnih prijateljskih povezavah; prihajalo pa je tudi do izigravanja upnikov in parkiranja delnic (Flegar in Damijan, 2011;

¹ Aljaž Viraj je magister varstvoslovja. E-pošta: aljazviraj@gmail.com

² Dr. Bojan Tičar je redni profesor za področje prava na Fakulteti za varnostne vede Univerze v Mariboru. E-pošta: bojan.ticar@fvv.uni-mb.si

³ Dušan Florjančič je vodja Sektorja za gospodarsko kriminaliteto v Upravi kriminalistične policije, Generalne policijske uprave v Ljubljani. E-pošta: dusan.florjancic@policija.si

⁴ Dr. Katja Eman je docentka za kriminologijo na Fakulteti za varnostne vede Univerze v Mariboru. E-pošta: katja.eman@fvv.uni-mb.si

Tomažič, 2008). Ob dejstvu, da naj bi slovenski bančni sistem od leta 2006 do leta 2009 odobril za 5,6 milijarde evrov posojil za 197 prevzemov, se ob propadu MBO velika škoda, ki ob tem nastane, prenese na banke, ki niso sposobne kreditirati gospodarstva (Flegar in Damijan, 2011). Končno pa se ekonomska škoda v bankah prenese na davkoplačevalce, ki so v Sloveniji že kar nekako vajeni vedno novih dokapitalizacij državnih bank. Peterlin (v Tavčar, 2014), poslovni finančnik z dolgoletno prakso, je v intervjuju za TFL Glasnik povedal: »Če izločimo 10 največjih tajkunskih zgodb in cerkvenih odstopanj, sanacije bančnega sistema sploh ne bi potrebovali.« Dejstvo, da v Sloveniji državne banke nosijo večino kapitala za prevzem in s tem tudi tveganja, je posledica tega, da je trg kapitala slabo razvit.

Zaradi splošne neugodne naravnosti javnosti v zvezi z MBO ter glede na to, da propadli MBO igrajo veliko vlogo pri današnjem finančnem stanju v državi, je bil pritisk na organe pregona precej velik. Nekateri menijo, da smo sodne epilogе čakali predolgo, toda ob tem se je vseeno treba zavedati, da je preiskovanje gospodarske kriminalitete zaradi kompleksne narave kaznivih dejanj zelo težko in da lahko traja tudi več mesecev ali še dlje. Že odkrivanje gospodarske kriminalitete je oteženo, saj poteka pod sfero legalnega poslovanja gospodarske družbe, pri preiskovanju pa ne izhajamo iz kraja storitve kot pri klasični kriminaliteti, kar ustvarja drugačno dinamiko preiskovanja (Grušovnik, 2010). Poleg tega se gospodarska kriminaliteta hitro preoblikuje in razvija v vedno nove pojavne oblike, kar še nadalje otežuje učinkovito preiskovanje. Storilci zelo hitro in učinkovito uporabljajo in izkoriščajo možnosti, ki jim jih ponuja informacijska revolucija, gospodarska kriminaliteta pa se vedno bolj izvaja preko zapletenih poslovnih dogodkov, storilci pa imajo specifična znanja in nemalokrat izhajajo iz struktur z močnim družbenim statusom (Jevšek in Meško, 2011; Za pregon gospodarskega kriminala potrebujemo motiviran in usposobljen kader, 2012). Velikokrat pa organi pregona naletijo še na težave pri pridobivanju podatkov, ki so klasificirani kot bančne tajnosti (Skupina za pregon gospodarske kriminalitete zadovoljna z delom: 'Nedotakljivih ni več', 2014). Vse to pomembno vpliva na učinkovitost odkrivanja in preiskovanja kaznivih dejanj s področja gospodarske kriminalitete.

Čeprav se je število kaznivih dejanj s tega področja od leta 2006 do leta 2013 povečalo z 8.499 na 16.333 (tabela 1), s tem pa se je povečala tudi premoženjska škoda, in sicer s 87 na 288 milijonov evrov, se slovenska policija v zadnjih letih ob slabi materialni in kadrovski podpori relativno uspešno spopada s temi izzivi. Kot odgovor na nenehno rast problematike in povečevanje zahtevnosti preiskovanja gospodarske kriminalitete je policija tem trendom že leta 2007 začela prilagajati taktiko in metodiko dela na področju gospodar-

ske kriminalitete. Ustanovila je operativne delovne skupine, namenjene obravnavi najzahtevnejših zadev s področja gospodarske kriminalitete (kot so npr. zadeve SCT, Pivovarna Laško, Istrabenz), v katerih so operativne naloge v konkretnih predkazenskih postopkih izvajali gospodarski kriminalisti z območja celotne države pod vodstvom gospodarske enote na generalni ravni (SGK UKP GPU). Takšen pristop je kratkoročno dal zelo dobre rezultate, saj so bile zelo zahtevne zadeve preiskane strokovno, profesionalno in zakonito, kar dokazujejo tudi nedavni epilogi teh zadev na sodišču. Največja težava takšne oblike dela pa je dolgoročno predstavljal obremenjenost gospodarske enote na generalni ravni zaradi izvajanja rednih nalog in hkratnega vodenja delovnih skupin. Prav tako je ostajal nerešen materialni in statusni položaj kriminalistov, ki so na delo v delovne skupine v Ljubljani prihajali praktično iz območja celotne Slovenije. Na tej podlagi je leta 2009 nastala ideja o ustanovitvi Nacionalnega preiskovalnega urada, torej enote, ki bi se na generalni ravni po vzoru operativnih delovnih skupin ukvarjala s preiskovanjem najtežjih oblik gospodarske kriminalitete in korupcije. Nacionalni preiskovalni urad je začel delo v letu 2010, s svojimi operativnimi aktivnostmi pa že upravičuje svoj obstoj. Vzporedno z ustanavljanjem nove enote je policija intenzivno spreminjala obstoječo materialno in procesno kazensko zakonodajo ter izvajala številne aktivnosti za čim tesnejše sodelovanje vseh državnih organov in institucij na področju odkrivanja in preiskovanja gospodarske kriminalitete. Na različne načine, s strokovnimi posveti na različnih ravneh in s sprejetjem nove Strategije obvladovanja gospodarske kriminalitete leta 2012, je policija poskušala vpeljati sistemske rešitve pri preiskovanju kaznivih dejanj (Ferme, 2013). Rezultati prizadevanj policije se med drugim kažejo tudi v vedno več uspešno zaključenih primerih MBO. Drago Šketa, višji državni tožilec, vodja skupine 11 državnih organov, ki je bila ustanovljena na podlagi zgoraj omenjene Strategije, ocenjuje, da je njihovo delo uspešno, poudarja boljše sodelovanje različnih državnih organov (Skupina za pregon gospodarske kriminalitete zadovoljna z delom: 'Nedotakljivih ni več', 2014). V letu 2014 je slovenska policija obravnavala 16.386 kaznivih dejanj gospodarske kriminalitete, katere povzročena škoda naj bi znašala 672 milijonov evrov, pri čemer je treba omeniti, da je bila samo v primeru TEŠ 6 povzročena škoda v višini 284 milijonov evrov (Einspieler, 2014).

Tabela 1: Gibanje in preiskanosť gospodarske kriminalitete v obdobju 2001–2014 (vir: Policija, 2003–2015)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Število KD	7.512	8.527	7.168	5.825	6.115	8.471	7.962	7.459	9.259	13.064	12.746	12.736	16.333	16.386
Povzročena škoda (mil. €)	70,1	81,4	59,7	100,1	69,4	87,0	106,8	112,5	193,3	505,4	176,3	449,5	288,7	672,0
Preiskana KD (%)	95,3	95,6	96,7	94,4	95,5	97,2	96,3	96,3	95,3	95,2	94,1	88,8	85,7	89,3

Pomembno je, da se iz preteklih negativnih izkušenj v zvezi z določenimi MBO v Sloveniji kaj naučimo in da v prihodnosti ne bomo ponavljali starih napak. Da bi to lahko storili, je treba vedeti, kaj se je v teh MBO dogajalo in kje leži srž težav. Prispevek zato obravnava tri odmevnejše primere MBO v Sloveniji, da bi lahko ugotovili njihove značilnosti in skupne točke. Pri njihovi analizi smo si, kjer je bilo mogoče, pomagali s sodbami sodišč, sicer pa smo uporabili sekundarne vire.

Za boljše razumevanje primerov, ki bodo predstavljeni v nadaljevanju prispevka, bomo na kratko definirali pojma LBO in njegovo izpeljanko MBO. *Odkup s finančnim vzvodom* oziroma *odkup z zadolžitvijo* (angl. *Leveraged Buyout* ali *LBO*) je prevzem, pri katerem se odkup gospodarske družbe izvede z dolžniškim kapitalom, ki se pridobi od bank ali tretjih oseb. Z uporabo finančnega vzvoda menedžerji, ki za prevzem nimajo dovolj svojih sredstev, obdržijo oziroma pridobijo kontrolo nad ciljno družbo ob majhnem lastniškem vložku (Bergant, 2012). Za namen prevzema prevzemniki navadno ad hoc ustanovijo posebno družbo, imenovano »Newco« ali »Shell Company«. Tako »Newco« kot »Shell Company« sta izraza za slamnato družbo, ki služi zgolj kot sredstvo za poslovne transakcije, drugih samostojnih dejavnosti pa ne opravlja (Hiršl, 2010). Preko »Newco« prevzemniki pridobijo financiranje v obliki posojila od zunanjih investitorjev. Na »Newco« se lahko gleda tudi kot na »prazno škatlo«, ki sama nima nobene ga premoženja. Zaradi tega ni zmožna odplačevati dolgov, ki so nastali, in zato potrebuje financiranje, ki to škatlo napolnijo (Capizzi, 2005; Varanelli, 2001). Bistvena značilnost LBO je v tem, da se dolg, ki ga družba »Newco« pridobi za nakup delnic ciljne družbe, zavaruje oziroma poplača s premoženjem ali prihodnjim denarnim tokom (angl. »Cash Flow«) ciljne družbe (Loos, 2006). Lahko pa menedžerji v prevzem vložijo tudi svoja sredstva, ki pa navadno predstavljajo majhen delež celotnih sredstev. Odstotek lastnega kapitala prevzemnikov običajno ne presega 20 % do 30 % (Piatkowski, 2001). LBO vsebuje številne pojavne oblike, med njimi tudi *menedžerski odkup* (MBO), za katerega veljajo vse zgoraj naštetje značilnosti, prevzemniki pa prihajajo iz ciljne družbe. MBO ima za strukturo družbe dve posledici, in sicer se menedžerjev lastniški delež (ali skupine menedžerjev) na račun delničarjev

poveča, kar mu omogoča upravljanje, in kot posledica združitve se stapljajo njune obveznosti, kar dolg »Newco« prenese na ciljno družbo in bistveno obremeni pasivno stran bilance (Kozina, 2010).

Namen prispevka je na podlagi analize sodb in sekundarnih virov o MBO analizirati najodmevnejše slovenske primere ter poiskati njihove značilnosti in morebitne skupne točke, tj. določiti skupni imenovalac. V procesu preiskave nekega spornega posla oziroma kaznivega dejanja s področja gospodarske kriminalitete je treba pregledati več tisoč finančnih transakcij, veliko dokumentacije, pridobivati podatke od tujih varnostnih organov in potem vse to smiselno povezati ter podati ovadbo, če so za to podani razlogi. Prav zaradi tega je smiselno pojasniti nekatere elemente MBO pri nas, ki so skupni več primerom, kar lahko pomaga tudi pri preiskovanju teh zapletenih kaznivih dejanj, saj kažejo določen način storitve ali značilnosti storitve, na katere so lahko preiskovalci pozorni (Felc, 2014).

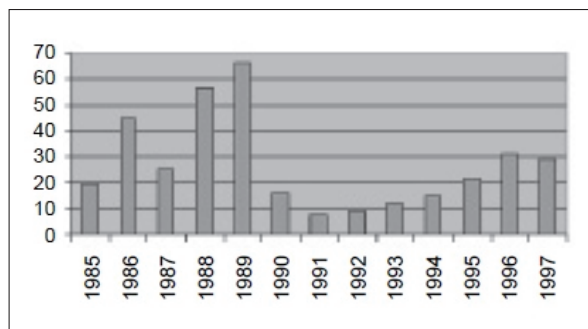
Kratkemu pregledu preteklih študij sledi analiza MBO v slovenskem prostoru, kjer avtorji najprej predstavijo izbrane primere menedžerskih zlorab v slovenskem prostoru, opišejo v analizi identificirane podobnosti in razlike izbranih primerov ter na koncu primerjajo ugotovitve s tujimi študijami in razpravljajo o možnih izboljšavah.

2 Pregled preteklih študij o MBO

Prevzemi so stalna praksa v vseh največjih razvitih gospodarstvih na svetu. Enako je z LBO in MBO (Bratina in Maček, 2008). Združene države Amerike, kjer se je praksa odkupov sploh začela, so do leta 1991 veljale za največji trg na področju odkupov (European Bank for Reconstruction and Development, Central and Eastern European Privatization Network in University of Nottingham, 1993). Na to, da so bile ZDA prve, ki so se začele ukvarjati s prevzemi, kaže tudi pričevanje Joseph L. Ricea III., ki je svojo prvo LBO transakcijo opravil že leta 1965, v vrednosti 3 milijonov dolarjev (Center on Japanese Economy and Business, 2005). Vrednost in števi-

lo LBO sta se v ZDA zelo povišala v 80-ih letih, kar je razvidno tudi iz grafa 1 (Gaughan, 1999). Razlog je v pojavu številnih novih finančnih instrumentov, kot na primer t. i. »Junk Bonds« (to je izraz za visoko tvegane obveznice, ki zaradi visokega tveganja prinašajo višje donose), ki so pri izvedbah LBO in MBO zelo pomembni. Poleg tega so se razvijali tudi specialisti za prevzeme, ki so se izključno ukvarjali s to dejavnostjo. Že leta 1964 so imeli v ZDA »Private Equity« družbo (»Private Equity« je izraz za zasebni kapital, ki vključuje različne oblike naložb zasebnega kapitala v lastniške deleže družb (TaxGroup – Sklad tveganega kapitala, n. d.), Kohlberg Kravis Roberts (KKR), ki se je ukvarjala izključno s prevzemi.

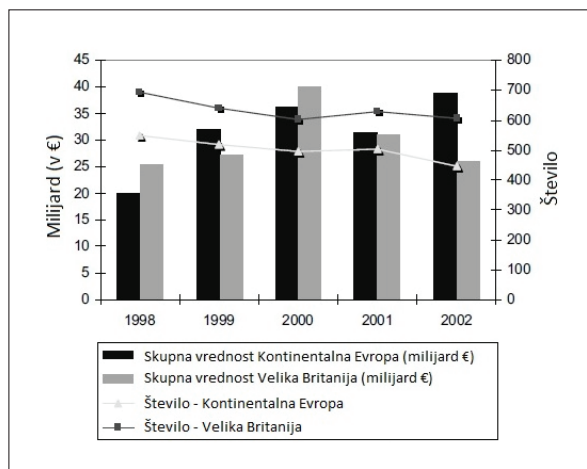
Vrhunec LBO operacij je bil leta 1989 prevzem RJR Nabisco, ki ga je izvedel KKR v vrednosti 25 milijard dolarjev (Hoffmann, 2008; Weston, Chung in Siu, 1998). Drugi razlog za razmah LBO v osemdesetih letih prejšnjega stoletja je obdobje trajne gospodarske rasti med leti 1982 in 1990 ter inflacija (Weston et. al., 1998). Med leti 1990 in 1997 je bilo obdobje zmanjšanja LBO operacij zaradi velikega števila stečajev in negativnega javnega mnenja o LBO, kar se odraža tudi v vrednosti LBO v tem času. Vzroki za stečaje so bili preveliki finančni vzvodi, precenjeno vrednotenje družb in povečani stroški kapitala. Zakonski in regulativni pogoji so se zaradi tega zaostriili, toda kljub temu se je do leta 1997 pojavil novi val LBO, ki je do leta 2002 dosegel skupno vrednost 65 milijard dolarjev (Hoffmann, 2008; Renneboog in Simmons, 2005). Opisano dinamiko lepo ponazarja tudi graf 1. Tudi MBO se v ZDA uporablja že zelo dolgo, od leta 2001 do leta 2010 jih je bilo izvedenih 4.312, v skupni vrednosti 1327,3 milijarde dolarjev (Lahovnik, 2013).



Graf 1: Vrednost LBO transakcij v ZDA (v mld. €)
(Vir: Piatkowski, 2001: 15)

V Združenem kraljestvu zgodovina prakse prevzemov sega v leto 1980. Od leta 1980 do leta 1992 je bilo v Veliki Britaniji 4.720 MBO v skupni vrednosti več kot 26 milijard funtov. Leta 2002 je bila celotna vrednost MBO v Evropi kar 60,4 milijarde evrov, od tega največ v Veliki Britaniji (Malus,

2004). V preteklosti je bil finančni vzvod bistveno višji, leta 1989 je tako delež dolga pri financiranju MBO predstavljal kar 82,4 % (Lahovnik, 2013). Tudi danes ima Velika Britanija največje število prevzemov v Evropi. Graf 2 nam prikazuje število LBO in njihove vrednosti med kontinentalno Evropo in Veliko Britanijo. Vidimo lahko, da je po številu več operacij LBO v Veliki Britaniji, čeprav so v letu 2002 nižje po vrednosti (28 milijard evrov v Evropi proti 16,5 milijard evrov v Veliki Britaniji) (Capizzi, 2005). V Evropi se je število odkupov, med njimi tudi MBO, povečalo po letu 1995. Med leti 1998 in 2001 so predvsem specializirani naložbeni skladi (t. i. sponzorji) v odkupe vložili preko 120 milijard evrov (Krašovec, 2002).



Graf 2: Razvoj LBO v Evropi in Veliki Britaniji
(Vir: Capizzi, 2005: 21)

Razlogi za pojav in razvoj LBO v Veliki Britaniji so podobni kot razlogi v ZDA. Na voljo je bilo veliko dolžniškega kapitala in spremembe zakonodaje, poleg tega pa so bili tudi menedžerji pripravljeni deliti tveganje pri prevzemih (Hoffmann, 2008; Lahovnik, 2013).

Vidimo torej, da razvitim gospodarstvom tematika odkupov ni tuja. S pridom jih uporabljajo že dolga leta, predvsem v Veliki Britaniji in ZDA. Čeprav so redke, obstajajo posamezne študije o MBO in LBO ter njihovih negativnih ter tudi pozitivnih vplivih na gospodarstvo, kot je prikazano v nadaljevanju.

Jarrell (2002) navaja, da so menedžerski prevzemi oz. MBO od sredine sedemdesetih in osemdesetih let prejšnjega stoletja postali stalnica poslovnega okolja v ZDA, pri čemer zelo izstopajo sovražni prevzemi, ki običajno vključujejo javni razpis, ponujajo javno ponudbo po določeni ceni, navadno znatne premije nad prevladujočo tržno ceno za znaten odstotek zaloge ciljnega podjetja. Avtor poudarja, da čeprav je v poznih

osemdesetih veliko LBO zaradi recesije ameriškega gospodarstva zašlo v finančne težave, obstaja veliko dokazov, da je bil pojav LBO koristen za gospodarstvo. Ekonomisti (Frydman, Frydman in Trimbath, 2001; Irfan, 2011; Lamberger, 2006; McGee, 2009) so ugotovili, da teorija »free cash-flow«⁵ pomaga razumeti veliko te dejavnosti. Čeprav imajo nekateri posamezniki ali skupine v vsakem prevzemu izgube, empirične študije ponujajo bolj malo podpore ideji, da ogromni dobički delničarjev odražajo podobno velike izgube drugih oseb. Te teorije ničelne vsote ne morejo razložiti velikih donosov delničarjev. Dejstvo je, da v povprečju prevzemi odražajo bogato krepitev in družbeno koristne prerazporeditve sredstev podjetja (Jarrell, 2002). Po tej teoriji bo poslovodstvo, ki ne izplača odvečne gotovine, namesto da vlaga v diverzifikacijo prevzemov ali v projekte nizkih izplačil, povzročilo, da bo cena delnic njihovih podjetij padla pod njihovo optimalno vrednost, kar ustvarja vrzel vrednosti. LBO in drugi finančni vzvodi dokapitalizacij prisilijo vodstva v prodajo nedonosnih oddelkov, izogibanje nizkih naložbenih izplačil, odpravo potratnih stroškov poslovanja, diverzifikacijo prevzemov in povečanje učinkovitosti delovanja, da bi dosegli stroške obresti na visoki ravni dolga. Na drugi strani pa takšno ravnanje ustvarja neto gospodarske koristi za delničarje. Čeprav je to huda rešitev, ki izpostavlja podjetje finančni stiski za obdobje nekaj let po LBO, je dokaz, da so LBO in finančni vzvodi prestrukturiranja v osemdesetih letih ustvarili velike neto koristi za delničarje. Skratka, ameriški trg za nadzor podjetij je bil priča doslej neznan dejavnosti in spremembam v osemdesetih letih, ko so največja javna podjetja postala pogosta tarča sovražnih prevzemov. Menedžerji so se na to odzvali z močnim lobiranjem za pravne omejitve glede t. i. plenilcev ter s prestrukturiranjem in preusmeritvijo svojih podjetij hkrati povečali tudi raven zadolženosti in izplačila delničarjev (Jarrell, 2002). Poleg tega je treba upoštevati še davčne prihranke, ki spremljajo nekatere prevzeme, na katere je mogoče gledati tudi kot prerazporeditev državnih sredstev (Shleifer in Summers, 1988).

Shivdasani (1993) je proučeval, ali razlike v strukturi uprave in lastništva kapitala prispevajo k pojavnosti sovražnega prevzema. Dokazi iz vzorca izbranih primerov dokončanih in opuščeni poskusov sovražnega prevzema, ki so se zgodili med leti 1980 do 1988, kažejo na to, da imajo glede na kontrolni vzorec zunanji direktorji v sovražnih tarčah nižje lastniške deleže in imajo manjše število dodatnih zunanjih direktorskih funkcij. Manjši kot sta lastništvo določenih zunanjih direktorjev in njihova odvisnost oz. vpetost v delo-

vanje podjetja, večja je verjetnost sovražnega prevzema ter obratno. Shivdasanijevi (1993) rezultati kažejo, da sta uprava in sovražni prevzemi t. i. nadomestna substituta in da so nepovezani (zunanji) direktorji in sovražni prevzemi dopolnilni mehanizem za nadzor podjetij. Kaj točno se pri MBO dogaja v Sloveniji, pa v nadaljevanju.

3 Pregled izbranih primerov zlorab MBO v Sloveniji

3.1 SCT

Zgodovina lastninjenja podjetja SCT⁶ sega v čas po osamosvojitvi Republike Slovenije, ko so ljudje pridobili deleže z menjavo certifikatov za delnice. Tako je bila leta 2003 delničarjem podjetja SCT predstavljena možnost menjave njihovih delnic za delnice podjetja Delfi, d. d., ki je bila ustanovljena prav z namenom koncentracije lastništva družbe SCT, d. d. V javnosti naveden razlog za menjavo delnic je bila skrb pred sovražnim prevzemom, ki se je kasneje izkazal za neresničen oz. zavajajoč,⁷ saj je družba Delfi po drugi dokapitalizaciji imela v lasti že 23,57 odstotkov družbe SCT, d. d. Sledila je objava novih delnic, s katerimi je družba Delfi povečala osnovni kapital, potem odkupila delnice družbe SCT, d. d., ki so bile v lasti podjetij Salonit Anhovo, CP Ljubljana in Naložbena modra hiša. Sledila je objava ponudbe za prevzem družbe SCT, ki je bila uspešna, in družba Delfi je imela v lasti 53,51 odstotka delnic družbe SCT (Delfi, 2005). Golob (2013: 39) navaja, da je za poplačilo finančnih obveznosti družba nameravala uporabiti predvsem sredstva iz naslova kapitalskega dobička naložbe oz. dividend.⁸ Cilj družbe Delfi je bil obvladovanje družbe SCT, d. d. Davčni inšpektorji so ugotovili, da je bil izključni namen ustanovitve podjetij Delfi in pozneje Glotis omogočanje lastninjenja družbe SCT. Delfi (in Glotis) je delnice SCT pridobivala za to, da je najemala namenska posojila pri Novi

⁵ Teorija predpostavlja, da lahko visok finančni vzvod predstavlja močno disciplinsko orodje, ker prisili vodstvo, da se zaveže, da bo povečalo vrednosti strateških sprememb. Podjetja, ki imajo dovolj denarnega toka in morda nekaj potencialno donosnih naložbenih projektov, morajo zaradi maksimiranja vrednosti za delničarje njim izplačati odvečno gotovino (Jarrell, 2002).

⁶ Gradbeno podjetje SCT, d. d., je bilo največje ter vodilno in diverzificirano gradbeno podjetje v Sloveniji. Usposobljeno je bilo za izvedbo zahtevnih infrastrukturnih projektov gradnje (avto)cestnih omrežij, energetskih in ekoloških objektov, letališč ter gradbenih projektov javnega in zasebnega značaja (npr. bolnišnice, kulturni objekti, stanovanjski in poslovni objekti itd.), kar mu je dolga leta omogočalo izredno visoke pozitivne poslovne izide (npr. leta 2006 je imelo podjetje 300 milijonov prihodkov iz prodaje, poslovni izid pa je znašal 1,6 milijonov evrov) (Golob, 2013).

⁷ Delnice podjetja Delfi so bile prenosljive samo s privolitvijo nadzornega sveta, ki ga je sestavljalo vrhovno poslovodstvo SCT, zato je bila informacija o nevarnosti sovražnega prevzema zavajajoča (Golob, 2013).

⁸ Knjigovodska vrednost delnice na dan 31. 12. 2014 je znašala 16.544 SIT (69,04 evrov), delnice pa so kupovali po 6.900 SIT (28,79 evrov) oz. nazadnje 5-800 SIT (24,2 evrov) (Delfi, 2005).

Ljubljanski banki, banki Hypo Alpe Adria in jih zavarovala z vpisom zastavne pravice na delnice, ki so bile odkupljene z istimi posojili (Davčni inšpektorji v SCT, 2008).

Leta 2005 so na skupščini delničarjev družbe Delfi izglasovali povečanje osnovnega kapitala in objavili dokapitalizacijo. Zaradi nepopolnih informacij so delnice kupili le obstoječi delničarji družbe Delfi in še teh je bilo malo, tako da je bila večina novih delnic prodana podjetju Glotis, d. o. o.⁹ Družba Glotis je postala 59,62-odstotni lastnik družbe Delfi, d. d. (Zimic, 2008). Leta 2008 zakonodaja o prevzemih podjetij ni zavezovalo k objavi javne ponudbe za prevzem preostalih delnic podjetja. Dejansko pa je prišlo do tega, da je bila pridobitev kapitalskega deleža podjetja financirana z namenskim posojilom in lastnimi denarnimi sredstvi. Golob (2013: 40) opozarja, da je podjetje svoje obveznosti nameravalo poravnati s prejetimi dividendami. Leta 2009 se je družba Glotis preimenovala v SCT Holding, d. o. o., in družba Delfi, d. d., se je pripojila k družbi SCT, d. d.. SCT Holding je postal večinski lastnik podjetja SCT¹⁰ (SCT Holding, 2009; Delfi je napovedal prevzem družbe SCT, 2004).

V podjetju SCT je bil menedžerski odkup izveden leta 2004. Prevzem je bil izredno nepregleden in izveden po nizki ceni, s čimer so bili oškodovani mali delničarji. Podjetje je prikrivalo finančne podatke in uporabljalo veliko sumljivih poslov, vključno z izjavami, da se branijo pred sovražnim kupcem do domnevnih gradbenih poslov v Libiji. Policija je leta 2007 začela predkazenski postopek zoper odgovorne osebe, pri čemer je aktivno sodelovala z drugimi državnimi organi v Sloveniji in v tujini. Veliko je bilo sumov kaznivih dejanj uprave družbe SCT, d. d. Policija je pri pregledu poslovanja družbe SCT in z njo povezanih podjetij ali oseb odkrila naslednja gospodarska kazniva dejanja: pranje denarja ter zloraba položaja ali pravic (prodaja nepremičnine v Piranu in izgradnja počitniškega doma Novista v Fiesi); koruptivna kazniva dejanja, kot so kartelno dogovarjanje, nepravilnosti v postopku oddaje ponudb in podkupovanje člana komisije (postopek izbora ponudnika na podlagi javnega naročila gradnje Centra za kontrolo zračnega prometa na letališču Brnik); zloraba položaja ali pravic odgovornih v družbi SCT ter pranje denarja (nezakonito poslovanje SCT z drugimi družbami – t. i. »missing trader družbe« (npr. SCT TKO, d. o. o., SCT GEM, d. o. o.)),¹¹

⁹ Tako kot družba Delfi je bila tudi družba Glotis v lasti 16 menedžerjev družbe SCT, d. d. Ustanovljena je bila zgolj zaradi koncentracije lastništva in pridobitve nadzora nad podjetjem Delfi, d. d., in posredno nad podjetjem SCT, d. d. (Zimic, 2008).

¹⁰ V vmesnem obdobju je družba SCT kupovala delnice družbe Delfi od podjetij BTC (5 %), Begrad, d. d., (5 %), LHB Finance, d. o. o., (5 %), CM Celje, d. d., (4 %) in WEB (5 %), ki so se omenjale kot parkirišča delnic (Zupan, 2008).

¹¹ Večino fiktivnih družb je ustanovila družba Sinergo, med njimi tudi podjetje Glotis (Golob, 2013).

plačevanje fiktivnih računov, ki so jih izstavljal različne (slamnate) gospodarske družbe v Sloveniji in tujini ter fiktivnih svetovalnih pogodb) in zloraba uradnega položaja ali pravic (postopek pridobivanja in izdajanja dokumentacije ter izgradnje predora Šentvid); zatajitev davčnih obveznosti, ponarejanje poslovnih listin in pranje denarja (davčni inšpekcijski nadzor nad poslovanjem družbe SCT v obdobju 2004–2006) (Cirman, 2008; Felc in Predanič, 2010).

Policija je v tem primeru podala na Vrhovno državno tožilstvo 7 kazenskih ovadb in 18 poročil v dopolnitev podanih kazenskih ovadb zoper 84 fizičnih oseb zaradi utemeljenega suma storitve 34 kaznivih dejanj s področja gospodarske kriminalitete in korupcije. Kazenske ovadbe so bile podane zoper 46 zastopnikov različnih gospodarskih družb, ki so bili udeleženi pri kaznivem dejanju kot storilci, sotorilci ali pomagači. Ovadenih je bilo 28 zastopnikov slamnatih podjetij in 10 fizičnih oseb, ki so pomagale pri izvrševanju kaznivih dejanj in s tem bistveno pripomogle k njihovi izvršitvi. Ovadene so bile tudi 3 pravne osebe zaradi odgovornosti storitev kaznivih dejanj na podlagi Zakona o odgovornosti pravnih oseb za kazniva dejanja. Skupna protipravna premoženjska korist oziroma škoda, nastala kot posledica vseh storjenih kaznivih dejanj, je znašala več kot 200 milijonov evrov. Opravljenih je bilo več finančnih preiskav, na podlagi katerih je bilo Vrhovnemu državnemu tožilstvu podanih 5 predlogov zoper 9 oseb za zavarovanje protipravno pridobljene premoženjske koristi v višini več milijonov evrov. V času izvajanja predkazenskega postopka je bilo izvajanih več različnih prikritih preiskovalnih ukrepov. Opravljenih je bilo 80 hišnih preiskav poslovnih prostorov, računovodskih servisov, stanovanjskih prostorov in prevoznih sredstev. Opravljena je bila analiza 50 transakcijskih računov z več tisoč transakcijami. Zaseženo je bilo več kot 10.000 dokumentov poslovne dokumentacije, 13 računalnikov in 15 mobilnih telefonov. Pregledana in analizirana je bila celotna dokumentacija kot tudi vsebina zaseženih računalnikov. Opravljenih je bilo 167 razgovorov, vključno z zaslišanji osumljencev. Ves čas predkazenskega postopka je potekalo intenzivno sodelovanje s številnimi tujimi varnostnimi organi in državnimi organi v Sloveniji (Novinarska konferenca Policije, 18. 4. 2011).

Ivan Zidar je bil kot glavni akter opisanih poslov leta 2013 tudi pravnomočno obsojen. Menedžerski prevzem družbe SCT se je končal neuspešno, saj je propadla. Iz analiziranega primera je jasno razvidno, da novi lastniki (Ivan Zidar idr.) niso imeli namena izboljšati delovanja podjetja, ampak je bil prevzem izpeljan predvsem za pridobivanje osebne koristi (Golob, 2013).

3.2 Pivovarna Laško

Prevzemni proces Pivovarne Laško je trajal od 6. junija 2006 do 30. junija 2009. Policija je začela domnevne nepra-

vilnosti pri lastninjenju Pivovarne Laško preiskovati že leta 2006/2008, sojenje osumljenih pa se je začelo 23. januarja 2014 (Kozina: Šrot nezakonito financiral zasebni projekt menedžerskega prevzema, 2014; Šrot: Tožilstvo me preganja zaradi menedžerskega prevzema Pivovarne Laško, 2014). Tožilec Jože Kozina je v obtožnici Bošku Šrotu, kot nekdanjemu prvemu možu Pivovarne Laško in predsedniku nadzornih svetov Pivovarne Union in Radenske, očital nezakonito financiranje svojega zasebnega projekta menedžerskega prevzema in s tem zlorabo položaja pri opravljanju gospodarske dejavnosti. Poleg tega sta pomoči pri zlorabi položaja obtožena še direktor Infond Holdinga Matjaž Rutar in nekdanja Šrotova svetovalka Vesna Rosenfeld (Sojenje: Šrot naj bi Pivovarno Laško oškodoval za 100 milijonov evrov, 2014).

Nepravilnosti se nanašajo na postprevzemno obdobje, ko bi naj »v nasprotju z zakonskimi določili Šrot odredil in nato preko podrejenih izvajal nezakonito financiranje lastnega prevzemnega projekta, tako da je prikazal finančne potrebe družbe Infond Holding, v kateri so se koncentrirale delnice Pivovarne Laško« (Sojenje: Šrot naj bi Pivovarno Laško oškodoval za 100 milijonov evrov, 2014). K financiranju so poleg Pivovarne Laško, ki je prispevala 7,6 milijona evrov, prispevale še hčerinske družbe znotraj skupine Pivovarne Laško, to pa so Fructal (9,4 milijona evrov), Pivovarna Union (44,75 milijona evrov), Radenska (40,40 milijona evrov) in Delo (7 milijonov evrov), ki so svoja prosta denarna sredstva in posojila namenjale Infond Holdingu. Ta jih ni porabil za redno poslovanje, temveč jih je porabil za pridobivanje delnic Pivovarne Laško, ki so se prej nakopičile v slamnatih družbah (ibid.; Jakopec, 2014; Ropac, 2014). Mojca Mededović, kot nekdanja prokuristka Radenske, je na sojenju povedala, da so se pritiski glede finančnih sredstev, ki bi jih zagotavljale odvisne družbe, začeli stopnjevat po juniju 2009. Potem je postalo jasno, da bodo sredstva uporabljena za dokapitalizacijo Infond Holdinga,¹² ker pa so se vodilni v hčerinskih podjetjih spraševali o legitimnosti takšnega početja, sredstev niso želeli več zagotoviti (Balažič: Pritiski Šrota so bili posredni, 2014). Boško Šrot je skupaj z drugimi vpletenimi storil kaznivo dejanje zlorabe trga finančnih instrumentov. Od 2. 12. 2008 do 17. 6. 2009 je na Ljubljanski borzi, d. d., z zlorabo trga finančnih instrumentov družbi Infond Holding poskušal pridobiti protipravno premoženjsko korist. Policija je namreč v predkazenskem postopku ugotovila, da je s prepovedanim ravnanjem zlorabilo finančni trg šest fizičnih oseb in ena pravna oseba. Infond Holdingu so pridobili protipravno premoženjsko korist tako, da so na Ljubljanski borzi, d. d., organizirali izdajanje naročil za sklepanje poslov za na-

kupe vrednostnih papirjev Pivovarne Laško po višjih cenah, kar je udeležencem trga dajalo napačno predstavo o povpraševanju. S tem so zagotovili višjo ceno te delnice oziroma preprečevali njen padec v primerjavi z borznim indeksom SBI20. Opravljenih je bilo več kot 140 posameznih nakupov za več kot 66.000 delnic obravnavane delniške družbe. Nakupi teh delnic po višjih cenah so posledično vplivali na zvišanje njihovih dnevniških povprečnih cen na trgu kapitala, kjer je gospodarska družba Infond Holding s premoženjem, ki ga je imela v obliki lastništva obravnavanih delnic, pridobila veliko premoženjsko korist v razliki vrednosti v kapitalu na posamezen dan nakupa (Novinarska konferenca GPU, 12. 5. 2010).

Večinski lastnik Infond Holdinga je s 70 % družba Center naložbe, 78 % lastnik slednje pa Kolonel, ki pa je bil v tihi lasti Boška Šrota. Kolonel je obvladoval tudi družbo Atka Prima, ki je tudi lastniško povezana z Boškom Šrotom (Vuković in Rankov, 2008).

O lastnih sredstvih, s katerimi je Infond Holding nastopal v prevzemu, Šrot poudarja, da je imel Infond Holding 330 milijonov evrov premoženja. Državni tožilec Kozina meni, da je bila družba med prevzemom že plačilno nesposobna, vendar so jo z računovodsko kreativnostjo prikazali kot plačilno sposobno (Cvelbar, 2014; Kozina: Šrot nezakonito financiral zasebni projekt menedžerskega prevzema, 2014). Nastala škoda je ocenjena na več kot 100 milijonov evrov, družbe skupine Laško bi naj tako dale skupno kar 109,5 milijona evrov posojil, večina posojil pa nikoli ni bilo vrnjenih (Jakopec, 2014; Sojenje: Šrot naj bi Pivovarno Laško oškodoval za 100 milijonov evrov, 2014). Poleg tega so te družbe pred najemanjem posojil poslovale dobro in niso imele likvidnostnih težav, kar se je kasneje zaradi izčrpanja spremenilo.

3.3 Istrabenz

V primeru Istrabenza je šlo za nepravilnosti pri preprodaji delnic, in sicer 7,3-odstotnega deleža Istrabenza iz leta 2007. V posel je bilo vpletenih več ljudi, med njimi sta najpomembnejša Igor Bavčar in Boško Šrot. Za oba je bila predlagana kazen 8 let zapore in 35 tisoč evrov, Bavčar pa bi naj vrnil tudi 21 milijonov evrov, za kolikor bi se naj okoristil. Drugi pomembni osebi, ki sta bili poleg zgoraj omenjenih tudi obtoženi, sta tudi brata Kristjan in Nastja Sušinski. Posamezniki so bili obtoženi storitve naslednjih gospodarskih kaznivih dejanj: zlorabe položaja in pravic, zlorabe položaja in zaupanja pri gospodarski dejavnosti, pranje denarja, ponareditev ali uničenje poslovnih listin ter zloraba trga finančnih instrumentov. Ocenjena protipravna premoženjska škoda vseh kaznivih dejanj znaša 135 milijonov evrov (Istrabenz: Bavčarju 7 let zapore, Šrotu slabih 6, 2013; Tožilec za Šrota in Bavčarja predlaga osem let zapore, 2013).

¹² Šrot je vodstva podjetij ves čas zavajal, da so finančne potrebe, ki jih je prikazoval v Infond Holdingu, in kasnejša posojila, ki so se stekala tja, potrebna zaradi obrambe delnic Mercatorja in dolžnosti celotnega koncerna (Sojenje: Šrot naj bi Pivovarno Laško oškodoval za 100 milijonov evrov, 2014).

Pivovarna Laško je svoj 7,3 % delež v Istrabenzu 6. septembra 2007 prodala hčerinski družbi Plinfin za ceno 23 milijonov evrov, kar je bila polovična cena od tržne vrednosti. To je v nasprotju z načeli skrbnega in poštenega gospodarstvenika, saj je bila s tem oškodovana Pivovarna Laško. Pet dni pozneje je Pivovarna Laško prodala družbo Plinfin Sportini za borih 7.500 evrov. Sportina je slab mesec dni pozneje prodala delnice za 24,9 milijona evrov družbi Microtrust, ki je v lasti Nastje Sušinskega, brata takratnega glavnega finančnika pri Istrabenzu. Še isti dan je Microtrust delnice prodal naprej mariborski finančni družbi Pom-Invest za 49,2 milijona evrov. S tem je Microtrust Nastje Sušinskega zaslužil 25 milijonov evrov. Dobre 3,5 milijona evrov naj bi slednji med oktobrom 2007 in februarjem 2008 nakazal svojemu bratu Kristjanu, ki je del denarja porabil za nakup delnic Petrola, Luke Koper, Žita ter Krke in poplačal posojilo za nakup hiše. Dve nakazili, v skupni vrednosti 21,7 milijona evrov, pa je Microtrust posodil neznani fizični ali pravni osebi (Kako naj bi se delil tajkunski plen Igorja Bavčarja in Boška Šrota, 2013).

Konec leta 2007 je Ivan Vizjak, lastnik Pom-Investa, 7,3-odstotni delež vključil v paket dobrih 24 % delnic Istrabenza in ga prodal Potezi Naložbe. Ta paket je marca 2008 prodal NFD Holdingu Staneta Valanta in njenim štirim družbam (Finetol, Maksima Invest, Daimond in Fidina). Stane Valant je z Maksimo Holding, katere večinski lastnik so bile FB Investicije, sklenil prevzemni sporazum za Istrabenz. FB Investicije bi naj Bavčar pred tem že kupil od slamnate družbe Poteza Netherlands, hčerinske družbe Poteze Naložb, in sicer za 3,5 milijona evrov, pozneje pa jo je do 5. novembra dokapitaliziral še z nadaljnjimi 6,5 milijona evrov. Teh 10 milijonov evrov naj bi bil del tistih 21,7 milijona evrov, ki jih je od prodaje delnic zaslužil Microtrust in posodil neznani fizični ali pravni osebi (Kako naj bi se delil tajkunski plen Igorja Bavčarja in Boška Šrota, 2013; Sovdat, 2013). Da je bil prejemnik 21,7 milijonov evrov res Igor Bavčar, dokazujeta tudi bančna izpiska, ki jih je pozneje sam razkril v časniku Finance (Sovdat, 2010).

Igor Bavčar je lastništvo FB Investicij ves čas skrival. Tudi po tem, ko jo je že kupil, je bil v registru Ajpesa kot 100 % družbenik še vedno naveden Poteza Netherlands s sedežem v Amsterdamu, ki velja za davčno oazo (Sovdat, 2008). Krog je bil tako sklenjen, Bavčar pa je preko Maksime Holdinga (ki jo je obvladoval preko FB Investicij, imela pa je 24,95-odstotni delež v Istrabenzu) s sporazumom z Valantom dosegel 49,41 % Istrabenza. Skupina NFD in Maksima Holding¹³ bi naj tako

delovala usklajeno, kar dokazujejo tudi dokumenti o finančnem inženiringu, objavljeni v Financah (Sovdat, 2008). To pomeni, da bi morala objaviti ponudbo za prevzem, česar pa ni storila. Zaradi tega je Agencija za trg vrednostnih papirjev družbe kaznovala z globo v višini 1,18 milijona evrov, sodišče pa je globo potrdilo (Potrjena globa za prevzem Istrabenza 1,18 milijona evrov, 2012; Sovdat, 2009). Do odkupa drugega dela pa zaradi finančne krize ni prišlo (Sovdat, 2013).

19. 7. 2013 sta bila Boško Šrot in Igor Bavčar spoznana za kriva očitanih kaznivih dejanj. Prvi je dobil pet let in deset mesecev, drugi pa sedem let zapora, oba pa morata plačati tudi 35 tisoč evrov denarne kazni (Istrabenz: Bavčarju 7 let zapora, Šrotu slabih 6, 2013). Poleg tega mora Igor Bavčar vrniti še dobrih 21 milijonov evrov protipravno pridobljene premoženjske koristi (Višje sodišče Šrotu in Bavčarju potrdilo zaporni kazni, 2014). Policija je pri obravnavi MBO Pivovarne Laško in Istrabenza, ki ju je preiskovala vzporedno, ugotovila, da je v obeh primerih nastala skupna protipravna premoženjska škoda v višini najmanj 135 milijonov evrov. Pri obravnavi omenjenih kaznivih dejanj je vseskozi izvajala vzporedne finančne preiskave in tožilstvu podala več pobud za začasno zavarovanje zahtevka za odvzem protipravne premoženjske koristi, ki je ustrezala premoženjski koristi, pridobljeni s kaznivim dejanjem. Pobude so bile podane zoper vse pravne in fizične osebe, ki so takšno korist pridobile v skupni višini 92 milijonov evrov. V opravljeni obsežni kriminalistični preiskavi so bile v predkazenskem postopku za ugotovitev vseh elementov storjenih kaznivih dejanj opravljene finančne analize prek 190.000 transakcij z vrednostnimi papirji, kjer so bili predmet analiziranja posamezni vrednostni papirji (14) ter 40 pravnih oseb in 13 fizičnih oseb; finančne analize za 105 transakcijskih računov od 19 pravnih oseb in 16 fizičnih oseb, 29 hišnih preiskav prostorov gospodarskih družb in fizičnih oseb, 19 policijskih zaslišanj in več kot 100 razgovorov po določilih Zakona o kazenskem postopku (Novinarska konferenca GPU, 12. 5. 2010).

4 Analiza značilnosti in iskanje podobnosti izbranih primerov

Z uporabo deskriptivne metode smo analizirali sodbe treh odmevnih primerov MBO v Sloveniji in sekundarne vire o njih. Identificirali smo naslednje značilnosti:

- veliko število sodelujočih družb (tudi slamnatih);
- pranje denarja s pomočjo fiktivnih podjetij;
- zlorabe položaja ali pravic;
- zatajitev finančnih obveznosti oz. davčne utaje ob uporabi »missing trader« družb in svetovalnih pogodb;
- zloraba trga finančnih instrumentov zaradi verižne

¹³ Družba Maksima holding, d. d., je na Ljubljanski borzi od 1. 12. 2008 do 20. 3. 2009 s kupovanjem delnic izdajatelja družbe Istrabenz, d. d., (ITBG) po višjih cenah od realnih zagotavljala tečaj delnice ITBG na višji ravni od dejanskih, kar je družbama Maksima holding, d. d., in Istrabenz, d. d., omogočalo protipravno premoženjsko korist zaradi ohranjanja vrednosti delnic ITBG (Sovdat, 2013).

preprodaje delnic ali umetnega ohranjanja vrednosti delnic z namenom omogočanja protipravne premoženjske koristi;

– kartelno dogovarjanje in podkupovanje pri poslih družbe;

– izkoriščanje bonitete ciljne družbe za njeno izčrpavanje in oškodovanje (dobra finančna kondicija ciljnih družb pred prevzemom in poslabšanje finančnega stanja po prevzemu);

– prikrivanje povezav in lastništva;

– uporaba sredstev za druge namene kot tiste, zaradi katerih so ciljne in hčerinske družbe najemale posojila (pritiski na hčerinske družbe in zavajanje z lažnimi informacijami);

– skrivanje premoženja ali prepisi na družinske člane.

Precejšnje število raznih družb, ki sodelujejo v prevzemnih postopkih, je bilo še posebej očitno v primerih Pivovarne Laško in Istrabenza. V prvem primeru je sodelovalo pet takih (Infond Holding, Center naložbe, Kolonel in Atka Prima), v drugem pa kar devet (Plinfin, Sportina, Microtrust, Pom Invest, Poteza naložbe, NFD Holding, Maksima Holding, FB Investicije, Poteza Netherlands). Čeprav v primeru Pivovarne Laško ni šlo za preprodajo deleža delnic med temi družbami, tako kot pri primeru Istrabenz, pa je bil namen vseh teh družb prikrivanje povezav in lastništva. V obeh primerih je na začetku verige družba, preko katere se prevzem opravlja in na prvi pogled ni lastniško povezana z direktorji ciljnih družb, vendar se na koncu izkaže, da vse te družbe, ki so lastniško povezane z družbo, ki opravlja prevzem, na koncu vodijo do vodilnih mož ciljne družbe. V primeru Pivovarne Laško je na začetku Infond Holding, na koncu pa Kolonel, katere tihi družbenik je bila Atka Prima Boška Šrota, v primeru Istrabenza pa je na začetku Maksima Holding, na koncu pa FB Investicije, katere tihi družbenik je Igor Bavčar. Slamnate družbe so se uporabljale tudi zato, ker je to izboljšalo boniteto, zaradi česar so si lahko izposodili več denarja.

Verižna preprodaja je značilnost primera Istrabenz, pri čemer je šlo za preprodajo deleža delnic. Namen takega preprodajanja je ustvariti višek na škodo ciljne družbe, kar je razvidno iz cen, po katerih je preprodajanje potekalo. Istrabenz je sveženj delnic prodal za polovično tržno vrednost, kar je na koncu ustvarilo tak višek. Tako dobijo prevzemniki več sredstev za izvedbo prevzema.

Do oškodovanja ciljne oziroma prevzete družbe je prišlo pri vseh obravnavanih primerih, čeprav ne na enak način. Istrabenz je bil oškodovan s preprodajami, ker ni prodajal po tržni ceni. Oškodovanje v primeru Pivovarne Laško je nastalo kot posledica izčrpavanja prevzetih družb. Tako so hčerinske družbe znotraj skupine Laško kreditirale Infond Holding, preko katerega se je opravil prevzem; pri tem jim je bilo še rečeno, da se bodo sredstva uporabljala za redno poslovanje, kar pa ni bilo res. Uporabljena so bila za koncentracijo delnic, ki so se pred tem nabrale na slamnatih družbah, na Infond Holdingu.

Torej so tako rekoč financirale prevzem. Prevzemnik je po prevzemu zelo zadolžil ciljno družbo, namen tega pa je bil, da, med drugim, poplača prevzem. S tem je prevzemnik (ki je navadno direktor družbe, ki jo prevzema) zlorabil svoj položaj, saj je ciljna družba postala financer prevzema. Na to je opozarjal že državni tožilec Kozina, ki je večino zgoraj opisanih primerov tudi obravnaval, in kar ne preseneča, do instituta MBO ostaja zelo kritičen.

Največja podobnost med vsemi primeri se kaže predvsem v tem, da prevzemniki sami nimajo dovolj denarja – največkrat zaradi tega, ker so njihove družbe v slabi finančni kondiciji – zato preko odvisnih družb ali pa kar od ciljne družbe pridobivajo posojila tretjim družbam (ki jih imajo v tihi lasti), da lahko akumulirajo delnice ciljne družbe. Pri tem gre izčrpavanje ciljne družbe največkrat tako daleč, da vzdržnost projekta ni več mogoča. Zaradi tega ni ogrožena samo ciljna družba, temveč tudi vse povezane družbe, ki pri tem sodelujejo; zgodijo se stečaji, finančna prestrukturiranja, banke zahtevajo vedno večje obrestne mere in zavarovanja tudi zato, ker so posojila kratkoročna.

Izčrpavanje ciljne družbe za pridobitev sredstev za prevzem je imelo v zgornjih primerih zelo negativne posledice, še posebej pa je očitno pri Pivovarni Laško. Izčrpavanje je te gospodarske družbe pahnilo v rdeče številke in potrebnih je bilo veliko pogovorov z bankami, ki so se naposled le odločile za reprogramiranje posojil. Hčerinske družbe, kot so Fructal, Pivovarna Union, Radenska, so najemale posojila, danes v zameno za to nimajo ničesar pokazati, odplačevanje teh dolgov pa ostaja in večino teh družb ovira pri nadaljnjem razvoju ter poslovanju.

Kot je opozarjal že Kozina (2010), se v večini zgornjih primerov premoženje prevzemnikov skriva pred upniki, kar onemogoča, da bi bili poplačani z naslova tega premoženja. V primeru Pivovarne Laško je Boško Šrot lastništvo družinske hiše prepisal na ženo, vendar to kljub temu ni preprečilo tega, da sodišče pozneje ne bi zamrznilo njegovega premoženja (štiri nepremičnine oziroma zemljišča). Premoženje naj bi skrival tudi Igor Bavčar. Prepis nepremičnine na soprogo je naredil nekaj mesecev pred tem, ko se je izvedelo za njegovo lastništvo v Maksima Holdingu, zemljiški dolg pa bi naj tako vpisal ravno v dne, ko je sodišče zavrnilo ugovor na zanj obremenjujočo obtožnico (Modic, 2013; Po poletni rezidenci Bavčar pred upniki zaščitil še hišo v Murglah, 2013). Bavčar je vpis zemljiškega dolga v povezavi s skrivanjem premoženja pred upniki zanikal (Lončar, 2013). MBO po slovensko torej zaznamuje nepreglednost, kjer prevzemnik v vlogi direktorja ciljne družbe, na njeno škodo preko številnih družb zbira začetni kapital oziroma jo po prevzemu zelo zadolži, da lahko s temi sredstvi na določeni družbi, ki jo lastniško obvladuje preko verige drugih družb, koncentrira delnice ciljne družbe.

Predstavljeni rezultati analize primerov izbranih primerov MBO so pokazali nekatere karakteristike, ki lahko kažejo na nepravilnosti poslovanja družbe, še posebej, če se jih pojavlja več hkrati, kot npr. veliko število sodelujočih družb v obliki »missing trader« družb ali kot podjetja, kjer so delnice 'parkirane', verižna preprodaja delnic, vpletenost hčerinskih družb, najpogosteje za najemanje posojil, prikrivanje povezav in lastništva, skrivanje premoženja ali prepisi premoženja na družinske člane. Avtorji menimo, da lahko tovrstna ravnanja pomenijo prvi znak, da je nekaj narobe in so pristojnim organom v pomoč pri preiskovanju.

5 Sklep

Razvitim gospodarstvom tematika odkupov ni tuja, saj jih uporabljajo že dolga leta. Najbolj razviti so v Veliki Britaniji in ZDA, kjer so odkupi od sredine sedemdesetih in osemdesetih let prejšnjega stoletja postali stalnica poslovnega okolja. Redke študije o MBO in LBO (Frydman et al., 2001; Irfan, 2011; Jarrell, 2002; McGee, 2009) poročajo o negativnih in tudi pozitivnih vplivih menedžerskih prevzemov na gospodarstvo. Rezultati študij kažejo, da čeprav nekateri posamezniki ali skupine v vsakem prevzemu utrpijo izgube, imajo na drugi strani določene skupine, med njimi tudi delničarji, ogromne dobičke. Jarrell (2002) poudarja, da menedžerski prevzemi v povprečju odražajo bogato krepitev in družbeno koristne prerazporeditve sredstev podjetja (Jarrell, 2002). To se deloma pojavlja tudi v slovenskem okolju, pri čemer pa so t. i. sovražni prevzemi (Shivdasani, 1993) zelo redek pojav. Golob (2013: 56) navaja, da se Slovenija od ZDA in Velike Britanije razlikuje po velikosti trga in podjetij (veliko manjši), vplivu in moči politike ter tudi po zgodovinskem razvoju področja MBO in LBO. V večini primerov MBO v slovenskem prostoru se je izkazalo, da je bil glavni namen pridobivanje osebne koristi, ne pa izboljšanje delovanja in dvig uspešnosti podjetja.

Analizirani primeri so pokazali, da je največja težava pri MBO v Sloveniji pomanjkanje preglednosti pri izvedbi MBO. Izkaže se, da je med primeri kar nekaj podobnosti, mnoge značilnosti so med seboj povezane in si logično sledijo. Ker prevzemniki potrebujejo čim več sredstev, si v želji po njihovi pridobitvi pomagajo z nezakonitimi prijemi, ki oškodujejo ciljno družbo. V polovici primerov prevzemniki skrivajo svoje lastniške deleže v ciljni družbi ali njihovo koncentracijo na določenih gospodarskih subjektih. V prevzemnem procesu sodeluje veliko število družb, ki služijo za prikrivanje povezav prevzemnika s ciljno družbo. Nekateri te družbe so slamnate in se jih uporabi zaradi bonitete. Boniteta pa se izkoristi tudi pri ciljni družbi in njenih hčerinskih družbah, ki se jih po prevzemu prezadolži in obremeni s številnimi posojili. Sredstva iz izčrpavanja ciljne družbe ali njenih hčerinskih družb se ne

uporabljajo za redno poslovanje, ampak za financiranje prevzema; poleg tega se nakazujejo celo na osebne račune. Ciljna družba tako postane financer prevzemnikov in molzna krava, ki jo je treba iztisniti do zadnjega evra. Ciljna družba in hčerinske družbe se z zadolževanjem pri bankah zelo izpostavljajo morebitnim negativnim trendom na trgu, saj na pasivni strani nimajo bilance nobenega manevrskega prostora.

Posledica izčrpavanja je seveda slaba finančna kondicija družbe po prevzemu. Če ob tem pride neodvisno od prevzemov do poslabšanja ekonomskega stanja, kot se je to zgodilo ob finančni krizi, postane breme prevzemnih posojil preveliko. Obseg poslovanja se zmanjša in težko se servisirajo dolgovi iz dobičkov od prodaje. Prva domina s tem pada, in zaradi lastniške prepletenosti družb, ki smo jo videli v opisanih primerih, ter zaradi tega, ker v večini primerov pod ciljno družbo delujejo še hčerinske družbe, se v nadaljevanju začnejo podirati tudi vse druge domine. Zato imajo zaradi prevzemov težave ne samo ciljne družbe, temveč tudi vse ostale družbe, ki pri tem sodelujejo, čeprav nekateri za prevzemne aktivnosti sploh ne vedo. Prevzemniki izkoristijo ciljno družbo in njene hčerinske družbe za pridobitev sredstev za financiranje njihovih prevzemnih aktivnosti, zlorabijo svoj položaj in ne ravnaajo skladno z načeli skrbnega in poštenega gospodarstvenika, ki bi moral delovati v dobro družbe in njenih delničarjev. Glavni element vsakega MBO sta finančna struktura oziroma financiranje. Brez pridobitve sredstev od komercialnih bank ali drugih virov se ne more izvesti noben MBO. Zato je logično, da se na tem področju skrivajo številne možnosti za mahinacije prevzemnikov, ki želijo pridobiti čim več sredstev, da bodo lahko zagnali svoj prevzemni projekt. S spremembami zakonodaje, predvsem Zakona o dopolnitvi Zakona o prevzemih (ZPre-1A, 2008) in Zakona o spremembi in dopolnitvi Zakona o bančništvu (ZBan-1A, 2008), je zakonodajalec želel omejiti MBO, pri katerih je finančni vzvod velik in menedžerji vložijo malo lastnega kapitala. Prevzemnik je moral ATVP dokazati, da za plačilo delnic ni zastavil delnic ali premoženja družbe, ki niso v njegovi lasti. Poleg tega pa banke niso smele sprejemati zavarovanj, ki vključujejo delnice ciljne družbe, ampak druge oblike zavarovanj, ki podražijo posojila. Dostop do potrebnih sredstev je s tem otežen, kar je pravilno, vendar še vedno obstajajo možnosti zlorabe.

Po vključitvi preiskovalnih organov in ko postaja možnost obsodbe velika, se velikokrat zgodi, da se premoženje, kolikor ga je še ostalo, prenese iz družbe na nove gospodarske subjekte, ki se jih nato proda. Drugi način onemogočanja dostopa do premoženja družbe, iz katerega bi se poplačali upniki, ki je v zadnjem času vse bolj popularen, je vpis zemljiškega dolga na nepremičnine. Po nekaterih ocenah je več kot tri četrtine vpisanih zemljiških dolgov take narave. Uporabljali so ga tudi prevzemniki v primerih, ki smo jih obravnavali, čeprav to seveda zanikajo.

Identificirane značilnosti dejavnosti (t. i. *modus operandi*) slovenskih menedžerjev pri MBO bi lahko razdelili v 3 faze, ki obsegajo naslednje 'dejavnosti':

1. faza – priprave na MBO

– veliko število sodelujočih družb (tudi slamnatih); verižna preprodaja (nepremičnin ali delnic); izčrpavanje in oškodovanje ciljne družbe; prikrivanje povezav in lastništva; dobra finančna kondicija ciljnih družb pred prevzemom;

2. faza – izvedba MBO

– uporaba sredstev za druge namene kot tiste, zaradi katerih so ciljne in hčerinske družbe najemale posojila; prikrivanje povezav in lastništva; podajanje fiktivnih izjav, sklepanje fiktivnih pravnih poslov, sporazumov, opcijskih pogodb, izkoriščanje bonitete ciljne družbe;

3. faza – po izvedenem MBO

– poslabšanje finančnega stanja podjetja po prevzemu; skrivanje premoženja ali prepisi na družinske člane.

Zgoraj omenjene faze in izpostavljene karakteristike ravnanja menedžerjev so policistom lahko v pomoč pri preiskovanju. Pri tem je pomembno, da policisti že na začetku (na začetku t. i. druge faze MBO) izkoristijo prednosti skupnih oziroma specializiranih preiskovalnih skupin ter h klasičnim metodam preiskovanja poslovnih listin in povezav prikritih družb in akterjev vključijo tudi forenzično računovodstvo (Kolar in Zdolšek, 2013) in morda celo računalniško forenziko.

Na podlagi dogodkov preteklih dveh desetletij in prepletenosti (sistema) slovenske družbe splošno poudarimo pomembno vlogo policije pri odzivanju na gospodarsko kriminaliteto. Strinjamo se z navedbami Jagra in Šugman Stubbove (2013), da je za uspešen odziv na gospodarsko kriminaliteto potrebno njeno celovitejše obvladovanje, ki poleg represije kazenskega pravosodja obsega tudi 1) korporacijsko upravljanje in notranji nadzor ter revizije, 2) izbor, vzgojo in izobraževanje kadrov in 3) metode situacijske preventive, ki bi na potencialno kriminalno okolje delovalo iz različnih smeri in na različnih ravneh. Tako Bobnarjeva (2013) kot Ferme (2013) sta opozorila, da je za uspešnost preprečevanja gospodarske kriminalitete potrebna močna podpira politike in celotne družbe. In dokler celovitejša strategija oziroma sistem obvladovanja gospodarske kriminalitete v slovenskem prostoru (še) ne deluje, je treba okrepiti dejavnosti posameznih sestavnih elementov, kot je policija. Tudi Ferme (2013: 132) je izpostavil posebno mesto policije med skupino državnih organov, odgovornih za pregon gospodarske kriminalitete. Njihovo odločno, celovito in dobro koordinirano delovanje bi bilo ob ustrezni podpori politike in zadostnem številu usposobljenih kadrov še bolj uspešno. Morda bi prispevalo tudi k zmanjšanju števila primerov, kjer pravnomočno obsojeni storilci nikoli ne vrnejo nezakonito odtujenega denarja niti ne prestanejo dosojene jim kazni.

Literatura

1. Balažič: Pritiski Šrota so bili posredni. (18. 3. 2014). *24ur.com*. Pridobljeno na <http://www.24ur.com/balazic-pritiski-srota-sobili-posredni.html>
2. Bergant, Ž. (2012). Finančni vzvod. *Poslovodno računovodstvo*, 5(1), 38–69. Pridobljeno na <http://www.tax-fin-lex.si/StaticContent/PDF/RevijaPoslovodnoRacunovodstvo/2012-1.pdf>
3. Bobnar, T. (2013). Delovanje specializiranih preiskovalnih skupin kot (nov) izziv pri preiskovanju gospodarske kriminalitete. *Revija za kriminalistiko in kriminologijo*, 64(2), 163–168.
4. Bratina, B. in Maček, A. (2008). Prevzemi in menedžerski prevzemi – kam gre Slovenija? *Bančni vestnik*, 57(5), 15–18.
5. Capizzi, V. (2005). Leveraged acquisitions: Technical and financial issues. V S. Caselli in S. Gatti (ur.), *Structured finance: Techniques, products and market* (str. 139–181). Berlin: Springer.
6. Center on Japanese Economy and Business. (2005). *The development of the buyout industry: U.S.-Japan comparisons*. Pridobljeno na <https://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac%3A107423>
7. Cirman, P. (10. 7. 2008). O dolenskem viaduktu bo odločal »drobiž«. *Dnevnik*. Pridobljeno na <https://www.dnevnik.si/332362/posel/novice/332362>
8. Cvelbar, M. (18. 3. 2014). Na sojenju Bošku Šrotu danes predvideno zaslišanje Tonija Balažiča. *Finance.si*. Pridobljeno na <http://www.finance.si/8359019/Na-sojenju-Bo%C5%A1ku-%C5%A0rotu-danes-predvideno-zasli%C5%A1anje-Tonija-Bala%C5%BEi%C4%8Da>
9. Davčni inšpektorji v SCT. (16. 5. 2008). *Delo*. Pridobljeno na <http://www.delo.si/clanek/o297074>
10. Delfi. (2005). *Letno poročilo podjetja Delfi d. d. za leto 2004*. Ljubljana: Delfi d. d.
11. Delfi napovedal prevzem družbe SCT. (6. 4. 2004). *Dnevnik*. Pridobljeno na <https://www.dnevnik.si/79087/posel/novice/79087>
12. Einspieler, V. (14. 10. 2014). Celjski kriminalisti ovadili 10 oseb v zadevi Teš 6. *Delo*. Pridobljeno na <http://www.delo.si/novice/kronika/celjski-kriminalisti-kazensko-ovadili-10-oseb-v-zadevites-6.html>
13. European Bank for Reconstruction and Development, Central and Eastern European Privatization Network in University of Nottingham. (1993). *Management and employee buy-outs in central and eastern Europe: An introduction*. London: European Bank for Reconstruction and Development.
14. Felc, M. (15. 3. 2014). Represivni organi so v preteklosti delovali premalo učinkovito. *Delo*. Pridobljeno na <http://www.delo.si/zgodbe/sobotnapriloga/represivni-organi-so-v-preteklosti-delovali-premalo-ucinkovito.html>
15. Felc, M. in Predanič, J. (22. 10. 2010). Afera spodkopala razvpiti stolp na letališču. *Delo*. Pridobljeno na <http://www.delo.si/novice/kronika/afere-spodkopala-razvpiti-stolp-na-letaliscu.html>
16. Ferme, J. (2013). Soočanje slovenske policije z gospodarsko kriminaliteto na sistemski ravni. *Revija za kriminalistiko in kriminologijo*, 64(2), 122–139.
17. Flegar, V. in Damijan, P. J. (2011). Geneza spodletelega tajkunskega prevzema Slovenije. *Finance.si*. Pridobljeno na <http://www.finance.si/302066/Geneza-spodletelega-tajkunskega-prevzema-Slovenije>
18. Frydman, H., Frydman, R. in Trimbath, S. (2001). Cost inefficiency, size of firms and takeovers. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 17(4), 397–420.
19. Gaughan, P. A. (1999). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. New York: J. Wiley.

20. Golob, S. (2013). *Učinki menedžerskih prevzemov na poslovanje prevzetih podjetij: analiza izbranih primerov* (Magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
21. Grušovnik, K. (2010). *Problematika preiskovanja gospodarske kriminalitete na Policijski upravi Celje* (Diplomsko delo). Ljubljana: Fakulteta za varnostne vede
22. Hiršl, A. (2010). Reševanje problematike »slamnatih podjetij«. *Delodajalec*, 1(10), 17–19. Pridobljeno na <http://www.zds.si/file/238908/delodajalec.2010.10.pdf>
23. Hoffmann, N. (2008). Introduction to buyouts. V N. Hoffmann (ur.), *German buyouts adopting a buy and build strategy* (str. 6–33). Germany: Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler.
24. Irfan, M. (2011). *The role of executives in hostile takeover attempts*. Pridobljeno na <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/22123/>
25. Istrabenz: Bavčarju 7 let zapora, Šrotu slabih 6. (19. 7. 2013). *Delo*. Pridobljeno na <http://www.delo.si/novice/kronika/istrabenz-bavcarju-7-let-zapora-srotu-slabih-6.html>
26. Jager, M. in Šugman Stubbs, K. (2013). Za več preventive pri obvladovanju gospodarske kriminalitete. *Revija za kriminalistiko in kriminologijo*, 64(2), 154–162.
27. Jakopc, M. (1. 4. 2014). »Vse skupaj je bilo eno veliko zavajanje«. *Delo*. Pridobljeno na <http://www.delo.si/novice/kronika/vse-skupaj-je-bilo-eno-veliko-zavajanje.html>
28. Jarrell, G. A. (2002). Takeovers and leveraged buyouts. V Henderson R. D. (ur.), *The concise encyclopedia of economics* (str. 1089–1100). Pridobljeno na <http://www.econlib.org/library/Enc1/TakeoversandLeveragedBuyouts.html>
29. Jevšek, A. in Meško, G. (2011). The Slovenian National Bureau of Investigation: An attempt to respond to contemporary unconventional forms of criminality. V G. Meško, A. Sotlar in J. Winterdy (ur.) *Policing in Central and Eastern Europe: Social control of unconventional deviance* (str. 243–258). Ljubljana: Faculty of Criminal Justice and Security.
30. Kako naj bi se delil tajkunski plen Igorja Bavčarja in Boška Šrota. (23. 3. 2013). *Finance.si*. Pridobljeno na <http://www.finance.si/8334295/hiti-vedna-Kako-naj-bi-se-delil-tajkunski-plen-Igorja-Bav%C4%8Darja-in-Bo%C5%A1ka-%C5%A0rota>
31. Kolar, I. in Zdolšek, D. (2013). Zaznave o forenzičnem računovodstvu v povezavi s preiskovanjem gospodarskih kaznivih dejanj. *Revija za kriminalistiko in kriminologijo*, 64(2), 182–194.
32. Kozina, J. (2010). Menedžerski prevzem z zadolžitvijo (MBO) - menedžerjevo sledenje sinergijskim učinkom ali zgolj sebična graditev lastnega imperija in prestiža. *Pravosodni bilten*, 31(2), 71–94.
33. Kozina: Šrot nezakonito financiral svoj zasebni projekt menedžerskega prevzema. (27. 2. 2014). *Primorske novice*. Pridobljeno na <http://www.primorske.si/Kronika/Kozina--Srot-nezakonito-financiral-zasebni-projekt.aspx>
34. Krašovec, T. (2002). Zakaj ni več odkupov podjetij? Management buy-out v Sloveniji. *Manager*, (3), 26–27.
35. Lahovnik, M. (2013). *Zdržitve in prevzemi podjetij*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
36. Lamberger, I. (2006). Učinkovitost preiskovanja in zatiranja gospodarske kriminalitete. V B. Lobnikar (ur.), *Raznolikost zagotavljanja varnosti* (str. 1073–1080). Ljubljana: Fakulteta za policijsko-varnostne vede.
37. Lončar, A. (12. 3. 2013). Bavčar z novimi manevri za zaščito premoženja pred organi pregona. *Finance.si*. Pridobljeno na <http://www.finance.si/8335714/Bav%C4%8Dar-z-novimi-manevri-za-za%C5%A1%C4%8Dito-premo%C5%BEenja-pred-organi-pregona>
38. Loos, N. (2006). *Value creation in leveraged buyouts* (Doktorska disertacija). Lichenstein: University of St. Gallen. Pridobljeno na [http://verdi.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3052/\\$FILE/dis3052.pdf](http://verdi.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3052/$FILE/dis3052.pdf)
39. Malus, B. (2004). *Teoretični vidiki managerskih odkupov podjetij* (Magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
40. McGee, R. W. (2009). Some thoughts on the market for corporate control. V R. W. McGee (ur.) *Corporate governance in transition economies* (str. 71–88). North Miami: Springer.
41. Modic, T. (12. 3. 2013). Bavčar štiti hišo pred organi pregona. *Dnevnik*. Pridobljeno na <http://www.dnevnik.si/slovenija/bavcarsciti-hiso-pred-organi-pregona>
42. Piatkowski, M. (2001). *Leveraged buyouts in Poland*. Warsaw: Centre for Transformation, Integration and Globalization Economic Research at the Leon Kozminski Academy of Entrepreneurship and Management. Pridobljeno na <http://www.tiger.edu.pl/publikacje/TWPN07.pdf>
43. Po poletni rezidenci Bavčar pred upniki zaščiten še hišo v Murglah. (12. 3. 2013). *Slovenske novice*. Pridobljeno na <http://www.slovenskenovice.si/novice/slovenija/po-poletni-rezidenci-bavcar-pred-upniki-zascitil-se-hiso-v-murglah>
44. Polanič, M. (13. 1. 2010). Bine Kordež: Večino nekdanjih družbenih podjetij so prevzeli menedžerji. *Dnevnik*. Pridobljeno na <http://www.dnevnik.si/posel/novice/1042329416>
45. Polanič, M. (25. 2. 2012). Menedžerske družbe s 380-milijonskimi dolgovi komaj financirajo obresti. *Dnevnik*. Pridobljeno na <http://www.dnevnik.si/poslovni/novice/1042512303>
46. Policija. (2003). *Poročilo o delu policije za leto 2002*. Pridobljeno na <http://www.policija.si/images/stories/DelovnaPodrocja/Kriminaliteta/Statistika/PDF/delo-krim2002.pdf>
47. Policija. (2004). *Poročilo o delu policije za leto 2003*. Pridobljeno na <http://www.policija.si/images/stories/DelovnaPodrocja/Kriminaliteta/Statistika/PDF/delo-krim2003.pdf>
48. Policija. (2005). *Poročilo o delu policije za leto 2004*. Pridobljeno na <http://www.policija.si/images/stories/DelovnaPodrocja/Kriminaliteta/Statistika/PDF/delo-krim2004.pdf>
49. Policija. (2006). *Poročilo o delu policije za leto 2005*. Pridobljeno na <http://www.policija.si/images/stories/DelovnaPodrocja/Kriminaliteta/Statistika/PDF/delo-krim2006.pdf>
50. Policija. (2007). *Poročilo o delu policije za leto 2006*. Pridobljeno na http://www.policija.si/images/stories/Statistika/_LetnaPorocila/PDF/pol-lp2006.pdf
51. Policija. (2008). *Poročilo o delu policije za leto 2007*. Pridobljeno na http://www.policija.si/images/stories/Statistika/_LetnaPorocila/PDF/pol-lp2007.pdf
52. Policija. (2009). *Poročilo o delu policije za leto 2008*. Pridobljeno na http://www.policija.si/images/stories/Statistika/_LetnaPorocila/PDF/LetnoPorocilo2008.pdf
53. Policija. (2010). *Poročilo o delu policije za leto 2009*. Pridobljeno na <http://www.policija.si/images/stories/Statistika/LetnaPorocila/PDF/LetnoPorocilo2009.pdf>
54. Policija. (2011). *Poročilo o delu policije za leto 2010*. Pridobljeno na <http://www.policija.si/images/stories/Statistika/LetnaPorocila/PDF/LetnoPorocilo2010.pdf>
55. Policija. (2012). *Poročilo o delu policije za leto 2011*. Pridobljeno na <http://www.policija.si/images/stories/DelovnaPodrocja/Kriminaliteta/Statistika/PDF/delo-krim2011.pdf>
56. Policija. (2013). *Poročilo o delu policije za leto 2012*. Pridobljeno na <http://www.policija.si/images/stories/DelovnaPodrocja/Kriminaliteta/Statistika/PDF/delo-krim2012.pdf>
57. Policija. (2014). *Poročilo o delu policije za leto 2013*. Pridobljeno

- na <http://www.policija.si/images/stories/Statistika/LetnaPorocila/PDF/LetnoPorocilo2013.pdf>
58. Policija. (2015). *Poročilo o delu policije za leto 2014*. Pridobljeno na <http://www.policija.si/images/stories/Statistika/LetnaPorocila/PDF/LetnoPorocilo2014.pdf>
59. Potrjena globa za prevzem Istrabenza 1,18 milijona evrov. (7. 3. 2012). *Slovenske novice*. Pridobljeno na <http://www.slovenskenovice.si/novice/slovenija/potrjena-globa-za-prevzem-istrabenza-118-milijona-evrov>
60. Renneboog, L. in Simmons, T. (2005). *Public-to-private transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs*. Tilburg: Universitet Tilburg. Pridobljeno na <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=53796>
61. Ropac, I. (19. 1. 2014). Šrot v četrtek spet na zatožno klop. *Delo*. Pridobljeno na <http://www.delo.si/novice/kronika/srot-v-cetrtek-spet-na-zatozno-klop.html>
62. SCT Holding. (2009). *Letno poročilo podjetja SCT Holding d. o. o. za leto 2008*. Ljubljana: SCT Holding.
63. Shivdasani, A. (1993). Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1993), 167–195.
64. Shleifer, A. in Summers, L. H. (1998). Breach of trust in hostile takeovers. V A. J. (ur.), *Corporate takeovers: Causes and consequences* (str. 33–68). Chicago: University of Chicago Press.
65. Skupina za pregon gospodarske kriminalitete zadovoljna z delom: 'Nedotakljivih ni več'. (14. 3. 2014). *24ur.com*. Pridobljeno na <http://www.24ur.com/skupina-za-pregon-gospodarske-kriminalitete-zadovoljna-z-delom-nedotakljivih-ni-vec.html>
66. Sojenje: Šrot naj bi Pivovarno Laško oškodoval za 100 milijonov evrov. (27. 2. 2014). *MMC RTV Slo*. Pridobljeno na <http://www.rtv-slo.si/crna-kronika/sojenje-srot-naj-bi-pivovarno-lasko-oskodoval-za-100-milijonov-evrov/330861>
67. Sovdat, P. (30. 5. 2008). Gospod Bavčar, ste pozabili tudi na objavo za prevzem Istrabenza? *Finance.si*. Pridobljeno na <http://www.finance.si/214359/Gospod-Bav%C4%8Dar-ste-pozabili-tudi-na-objavo-za-prevzem-Istrabenza>
68. Sovdat, P. (16. 4. 2009). Bavčar in Valant, tožili vaju bomo! *Finance.si*. Pridobljeno na <http://www.finance.si/244200/Bav%C4%8Dar-in-Valant-to%C5%BEili-vaju-bomo>
69. Sovdat, P. (26. 7. 2010). Bavčar razkril bančna izpiska. Na glavna vprašanja pa ne odgovori. *Finance.si*. Pridobljeno na <http://www.finance.si/285590/Bav%C4%8Dar-razkril-ban%C4%8Dna-izpiska-Na-glavna-vpra%C5%A1anja-pa-ne-odgovori?metered=yes&id=340862327>
70. Sovdat, P. (19. 7. 2013). Kako sta plenila Bavčar in Šrot. *Finance.si*. Pridobljeno na <http://www.finance.si/8344213>
71. Šrot: Tožilstvo me preganja zaradi menedžerskega prevzema Pivovarne Laško. (23. 1. 2014). *Reporter*. Pridobljeno na <http://www.reporter.si/slovenija/%C5%A1rot-to%C5%BEilstvo-me-preganja-zaradi-mened%C5%BEerskega-prevzema-pivovarne-la%C5%A1ko/21791>
72. Štiblar, F. (2008). Globalna kriza in Slovenija. *Gospodarska gibanja*, (406), 6–17. Pridobljeno na <http://www.pf.uni-lj.si/media/stiblar.kriza.in.slovenija.pdf>
73. Tajkun znova na zatožno klop. (19. 1. 2014). *Mladina*. Pridobljeno na <http://www.mladina.si/153000/tajkun-znova-na-zatozno-klop/>
74. Tajkuna znova na sodišče. (5. 2. 2013). *Žurnal24.si*. Pridobljeno na <http://www.zurnal24.si/tajkuna-na-sodisce-clanek-181689>
75. Tavčar, Z. (15. 4. 2014). Dr. Jožko Peterlin: Banke – slabe, dobre, predvsem pa zaupanja vredne. *TFL Glasnik*, 6(15). Pridobljeno na <http://www.tax-fin-lex.si/TflGlasnik.aspx?id=177b348e-cd93-4177-adf7-17de79bf61d8>
76. TaxGroup – Sklad tveganega kapitala. (n. d.). *Kaj je tvegani kapital (TK)*. Pridobljeno na <http://dtk.taxgroup.si/si/investitorji/kaj-je-tvegani-kapital--tk/>
77. Tomažič, J. (23. 5. 2008). Kako so menedžerji osvajali podjetja. *Finance.si*. Pridobljeno na <http://www.finance.si/213742/Kako-somened%C5%BEerji-osvajali-podjetja>
78. Tožilec za Šrota in Bavčarja predlaga osem let zapora. (16. 7. 2013). *Delo*. Pridobljeno na <http://www.delo.si/novice/kronika/tozilec-za-srota-in-bavcarja-predlaga-osem-let-zapora.html>
79. Varanelli, L. (2001). Leveraged buyouts med teorijo in prakso. *Podjetje in delo*, 27(3/4), 356–369.
80. Višje sodišče Šrota in Bavčarju potrdilo zaporni kazni. (11. 7. 2014). *Delo*. Pridobljeno na <http://www.delo.si/novice/kronika/visje-sodisce-srotu-in-bavcarju-potrdilo-zaporni-kazni.html>
81. Vuković, V. in Rankov, S. (21. 8. 2008). Sedmerica osumljena nezakonitosti pri lastninjenju v Laškem. *Dnevnik*. Pridobljeno na <https://www.dnevnik.si/342145/slovenija/342145>
82. Weston, J. F., Chung, K. S. in Siu, J. A. (1998). *Takeovers, restructuring, and corporate governance*. Upper Saddle River: Prentice Hall.
83. Za pregon gospodarskega kriminala potrebujemo motiviran in usposobljen kader. (2. 9. 2012). *Dnevnik*. Pridobljeno na <http://www.dnevnik.si/clanek/1042549641>
84. Zakon o dopolnitvi Zakona o prevzemih (ZPre-1A). (2008). *Uradni list RS*, (1/08).
85. Zakon o spremembi in dopolnitvi Zakona o bančništvu (ZBan-1A). (2008). *Uradni list RS*, (1/08).
86. Zimic, S. (11. 3. 2008). SCT kupuje delnice svojega lastnika: Gre za prevzem največjega gradbenega podjetja? *Dnevnik*. Pridobljeno na <https://www.dnevnik.si/304421/posel/novice/304421>
87. Zupan, Š. (25. 4. 2008). Delničarji iščejo pravico. SCT vreden manj kot 13 mio evrov? *24ur.com*. Pridobljeno na <http://www.24ur.com/novice/gospodarstvo/sct-vreden-manj-kot-13-mio-evrov.html>

Contributions to Investigating Contemporary Criminal Offences Related to Management Buyouts

Aljaž Viraj, M.A. in criminal justice and security, Slovenia. E-mail: aljazviraj@gmail.com

Bojan Tičar, Ph.D., Full Professor of Law, Faculty of Criminal Justice and Security, University of Maribor, Slovenia. E-mail: bojan.ticar@fvv.uni-mb.si

Dušan Florjančič, Head of the economic crime, Criminal Police Directorate, General Police Directorate, Ljubljana, Slovenia. E-mail: dusan.florjancic@policija.si

Katja Eman, Ph.D., Assistant Professor of Criminology, Faculty of Criminal Justice and Security, University of Maribor, Slovenia. E-mail: katja.eman@fvv.uni-mb.si

This paper examines manager buyouts (MBO), which play an important role in the current negative financial status in Slovenia. Its purpose is to analyse the most notorious cases of MBO abuse in Slovenia with the help of court rulings and secondary sources. Thus, the authors try to find features of the studied cases and identify characteristics that they have in common. The aim of the paper is to identify the *modus operandi* of Slovenian managers that could contribute to future police investigations. The methodology consists of the descriptive method and analysis of relevant court rulings and secondary sources. Due to the fact that the Slovenian equity market is not as developed as in other countries, irregularities can be seen, especially in financing buyouts or obtaining start-up capital. Incumbent managers either engage in linked reselling stock shares or real estate to the detriment of the target company and their subsidiaries, or borrow heavily after the buyout using the target company. There is a lack of transparency; a number of companies are used in the buyout process for the purpose of blurring the ties, which in the end lead to companies being controlled (in secret) by the incumbent managers conducting the buyout. In most of the cases analysed, the post buyout strategies were not detected, and most of the cases also include fraudulent conveyance to family members or other forms of hindering creditors. Incumbent managers usually do not invest much of their own equity into the buyout.

Keywords: privatization, buyout, financial leverage, manager buyout

UDC: 343.37