

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VARSTVO PRAVIC MANJŠINSKIH DELNIČARJEV V PRIMERIH
KONCENTRACIJE LASTNIŠTVA V PODJETJU**

Ljubljana, maj 2006

Luka VIŽINTIN

IZJAVA

Študent Luka Vižintin izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Krešimirja Puhariča in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorski in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

Ljubljana, _____

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
1.1. <i>Opredelitev problema, namen in cilji dela.....</i>	1
1.2. <i>Metode preučevanja in zasnova dela</i>	5
2. MANJŠINSKI DELNIČARJI.....	7
2.1. <i>Delniška družba in delničarji.....</i>	7
2.2. <i>Manjšinski delničarji</i>	8
2.2.1. Načelo kapitalske večine.....	8
2.2.2. Večinski in manjšinski delničarji ter njihov položaj v družbi.....	11
2.2.3. Interesi manjšinskih delničarjev in pomen njihovega varstva	12
3. KONCENTRACIJA LASTNIŠTVA V PODJETJU.....	14
3.1. <i>Lastniška struktura delniške družbe in razlogi za njeno spreminjanje</i>	14
3.2. <i>Različni načini pridobitve nadzora nad določenim podjetjem</i>	16
3.2.1. Združitve podjetij.....	16
3.2.2. Prezem podjetja z odkupom delnic.....	17
3.2.3. Prezem podjetja z odkupom premoženja	18
3.2.4. Zbiranje pooblastil delničarjev za glasovanje na skupščini	18
3.2.5. Družba pooblaščenka	19
4. PRIMERJALNOPRAVNI PREGLED	21
4.1. <i>Evropska unija.....</i>	21
4.1.1. Razlogi za poenotenje ureditve	21
4.1.2. Zgodovinski razvoj	22
4.1.3. Direktiva o prevzemnih ponudbah.....	23
4.1.3.1. Sprejem, pravna narava in veljavnost.....	23
4.1.3.2. Splošna načela	24
4.1.3.3. Obvezna ponudba.....	25
4.1.3.4. Postopek v zvezi s ponudbo	26
4.1.3.5. Pravica do iztisnitve in pravica prodaje manjšinskega deleža.....	28
4.1.3.6. Nadzorni organ	29
4.1.3.7. Sankcije	29
4.1.3.8. Pomanjkljivosti	30
4.2. <i>Velika Britanija.....</i>	31
4.2.1. Zgodovinski razvoj	31
4.2.2. Zakonska podlaga.....	32
4.2.2.1. Zakon o gospodarskih družbah.....	33
4.2.3. Odbor za prevzeme in združitve.....	33
4.2.4. Kodeks o prevzemih in združitvah.....	35
4.2.4.1. Pravna narava, veljavnost in struktura.....	35
4.2.4.2. Temeljna načela.....	36

4.2.4.3.	Obvezna ponudba.....	37
4.2.4.4.	Prostovoljna ponudba	39
4.2.4.5.	Delna ponudba.....	40
4.2.4.6.	Postopek v zvezi s prevzemno ponudbo.....	42
4.2.5.	Pravila o pridobivanju večjih deležev delnic	45
4.2.5.1.	Pravna narava in veljavnost.....	45
4.2.5.2.	Omejitve in pogoji pri pridobivanju večjih deležev delnic.....	45
4.2.5.3.	Javna ponudba	46
4.3.	Italija.....	47
4.3.1.	Zgodovinski razvoj	47
4.3.2.	Državna komisija za družbe in borzo	47
4.3.3.	Zakonodajna uredba št. 58.....	48
4.3.3.1.	Obvezna ponudba.....	48
4.3.3.2.	Delna ponudba.....	50
4.3.3.3.	Prostovoljna ponudba	50
4.3.3.4.	Postopek v zvezi s prevzemno ponudbo.....	51
4.3.3.5.	Sankcije	52
5.	KONCENTRACIJA LASTNIŠTVA V PODJETJU V SLOVENIJI	54
5.1.	Zakon o prevzemih.....	54
5.1.1.	Sprejem, cilji in namen zakona.....	54
5.1.2.	Veljavnost zakona	55
5.1.3.	Javna ponudba za odkup	56
5.1.3.1.	Dolžnost objave ponudbe za odkup	56
5.1.3.2.	Družba pooblaščenka	57
5.1.3.3.	Povezane osebe	60
5.1.4.	Postopek v zvezi s ponudbo za odkup	62
5.1.5.	Izključitev manjšinskih delničarjev.....	65
5.1.6.	Pomanjkljivosti veljavne ureditve.....	67
5.2.	Spremembe Zakona o prevzemih	68
5.2.1.	Razlogi za spremembe	68
5.2.2.	Predlog zakona o spremembah in dopolnitvah Zakona o prevzemih (ZPre-A).....	69
5.2.3.	Predlog Zakona o prevzemih (ZPre-1)	71
6.	VARSTVO PRAVIC MANJŠINSKIH DELNIČARJEV V PRIMERIH KONCENTRACIJE LASTNIŠTVA V SLOVENIJI	75
6.1.	Pravice manjšinskih delničarjev pri rednem delovanju družbe	75
6.2.	Varstvo pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva na podlagi ZPre.....	77
6.2.1.	Splošno	77
6.2.2.	Kršitev obveznosti objave ponudbe za odkup	77
6.2.2.1.	Korporacijska sankcija	77

6.2.2.2.	<i>Kazenska sankcija</i>	80
6.2.2.3.	<i>Druge sankcije</i>	80
6.2.3.	Pravica do obveščenosti o pridobitvi kvalificiranega deleža	81
6.2.3.1.	<i>Korporacijska sankcija</i>	82
6.2.3.2.	<i>Kazenska sankcija</i>	82
6.3.	<i>Varstvo pravic manjšinskih delničarjev na podlagi predloga ZPre-A..</i>	83
6.4.	<i>Varstvo pravic manjšinskih delničarjev na podlagi predloga ZPre-1 ..</i>	84
6.5.	<i>Varstvo pravic manjšinskih delničarjev na podlagi pravil korporacijskega prava</i>	85
6.5.1.	Odškodninska odgovornost na podlagi ZGD-1.....	85
6.5.1.1.	<i>Odškodninska odgovornost na podlagi določil 263. člena ZGD-1 (258. člena ZGD)</i>	86
6.5.1.2.	<i>Odškodninska odgovornost na podlagi določil 264. člena ZGD-1 (280. člena ZGD)</i>	89
6.5.2.	Neveljavnost sklepov skupščine.....	91
6.5.2.1.	<i>Ničnost</i>	91
6.5.2.2.	<i>Izpodbojnost</i>	92
6.5.3.	Varstvo manjšinskih delničarjev pri združitvah podjetij.....	94
6.6.	<i>Varstvo pravic manjšinskih delničarjev na podlagi temeljnih načel in pravil obligacijskega prava</i>	97
6.6.1.	Splošno o temeljnih načelih in pravilih obligacijskega prava	97
6.6.2.	Kontrahirna dolžnost	97
6.6.2.1.	<i>Splošno</i>	97
6.6.2.2.	<i>Kršitev pravil o obvezni ponudbi in kontrahirna dolžnost</i>	98
6.6.2.3.	<i>Tožbeni zahtevki za sklenitev pogodbe</i>	99
6.6.2.4.	<i>Dileme ob uporabi instituta kontrahirne dolžnosti</i>	101
6.6.3.	Odškodninski zahtevki manjšinskih delničarjev.....	102
6.6.3.1.	<i>Splošno o odškodninski odgovornosti</i>	102
6.6.3.2.	<i>Protipravno ravnanje</i>	103
6.6.3.3.	<i>Škoda</i>	106
6.6.3.4.	<i>Vzročna zveza</i>	110
6.6.3.5.	<i>Krivda</i>	110
6.6.3.6.	<i>Oblike in obseg povrnitve škode</i>	111
7.	SKLEPNE UGOTOVITVE	113
8.	LITERATURA	118
9.	VIRI	121

1. UVOD

1.1. Opredelitev problema, namen in cilji dela

V zadnjih dveh desetletjih, zlasti po letu 1990, se v mednarodni poslovni praksi in tudi v Sloveniji, predvsem v povezavi z lastninskim preoblikovanjem podjetij z družbenim kapitalom, precej razpravlja o različnih oblikah koncentracije lastništva v podjetjih. Ocena glede koncentracij lastništva je namreč v zadnjem času povsem drugačna kot v preteklosti, ob globalizaciji trga pa postajajo dopustne tudi koncentracije večjih obsegov (Tekavec, Pučnik, 2002, str. 10). Koncentracija lastništva poteka na različne načine, ki so odvisni od obstoječe lastniške strukture podjetja ter posledično od interesov obstoječih lastnikov, potencialnih lastnikov in uprave družbe. Pri tem se postavlja ključno vprašanje, kdo ima kontrolo v podjetju, torej takšno kapitalsko večino, ki omogoča odločilen vpliv na vodenje podjetja, zato je še pomembnejše vprašanje o možnostih nadaljnjega pridobivanja delnic in s tem bodisi spreminjanja lastniške strukture bodisi krepitve oziroma povečevanja obstoječih kapitalskih deležev. Pri tem so interesi posameznih subjektov (delničarjev, menedžerjev, delavcev, investorjev, države itd) različni – nekateri bi želeli čim svobodnejšo možnost prenosov in delniških transakcij, drugi docela nasprotno popolno zaprtje delniških družb in prepoved prenosa delnic iz kroga obstoječe strukture delničarjev (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 7).

Omenjena nasprotja so vse bolj izrazita tudi v Sloveniji, saj se je proces lastninskega preoblikovanja podjetij z družbenim kapitalom že končal, zato je nastopila faza koncentracije lastništva. Ena izmed posledic slovenskega modela privatizacije je bila namreč tudi velika razpršenost lastništva v podjetjih. Ker taka lastniška struktura ni optimalna za poslovanje posameznega podjetja in ker številni mali delničarji, ki so z zamenjavo lastniških certifikatov pridobili lastniški delež v podjetju, niso imeli interesa po dolgoročnem lastništvu, kar gre v veliki meri pripisati pomanjkanju tradicije delničarstva, se je v Sloveniji sredi devetdesetih let prejšnjega stoletja začel proces koncentracije lastništva.

Koncentracija lastništva v podjetju je proces, v okviru katerega določen subjekt ali skupina medsebojno povezanih subjektov pridobi v ciljnem podjetju tak lastniški delež, ki mu omogoča odločilen vpliv na vodenje podjetja. V praksi poznamo različne načine pridobitve nadzora nad določenim podjetjem, najbolj pogosti pa so združitev podjetij (pripojitev in spojitve), prevzem podjetja z odkupom delnic, prevzem podjetja z odkupom premoženja, zbiranje pooblastil delničarjev za glasovanje na skupščini in ustanavljanje družb pooblaščenk. Za vse navedene primere je značilno, da se

namesto dotedanje razpršene in praviloma medsebojno nepovezane lastniške strukture delničarjev v določenem podjetju pojavi subjekt – kontrolni delničar, ki ima v primerjavi z ostalimi delničarji bistveno večji vpliv na poslovanje podjetja.

S pojavom novega »kontrolorja« družbe, se lahko položaj ostalih – manjšinskih delničarjev bistveno spremeni. V pravnem pogledu se njihov položaj sicer ne spreminja, saj se ne spreminja proporcionalni lastniški interes posameznega delničarja, ki je odvisen od njegovega števila delnic oziroma od njegovega kapitalskega deleža v osnovnem kapitalu družbe. Lahko pa se, zaradi realizacije kontrolne (upravljalne) moči novega kontrolnega delničarja, bistveno zmanjša obseg drugih upravičenj, še zlasti premoženjskih. Razlog za navedeno spremembo izhaja iz prakse delovanja delniških družb, predvsem javnih, odprtih delniških družb, ki je pokazala, da je potrebno v delniški družbi razlikovati med položajem kontrolnih (večinskih) delničarjev in položajem nekontrolnih (manjšinskih) delničarjev (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 12). V delniški družbi je namreč obseg premoženjskih in upravljalnih pravic delničarjev vezan na lastništvo delnic. Ker je število delničarjev posamezne delniške družbe praviloma veliko, je z vidika učinkovitega upravljanja družbe nemogoče, da bi se odločitve sprejemale s soglasjem vseh delničarjev, zato se je z razvojem prava družb uveljavilo eno temeljnih načel delniškega prava – načelo kapitalske večine (Senčur, 1998, str. 17). Bistvo tega načela je v tem, da se odločitve v delniški družbi sprejemajo z določeno kapitalsko večino glasov, zato se morajo delničarji, ki so ostali v manjšini, sprejetim sklepom podrediti (Senčur, 1998, str. 35). Na ta način se kljub razpršenemu lastništvu, ki je značilno za delniško družbo, zagotavlja njeno učinkovito poslovanje.

Kljub svoji utemeljenosti, pa ima načelo kapitalske večine tudi določene negativne posledice. Delničarji, ki razpolagajo z zadostno kapitalsko večino za sprejem potrebnih odločitev – večinski delničarji, namreč dejansko odločajo o celotnem podjetju in tako posredno tudi o premoženju manjšine. V primerjavi s svojim kapitalskim deležem, ki praviloma ni 100%, imajo tako večinski delničarji nadproporcionalen vpliv na odločanje in poslovanje družbe. Če se torej v družbi, kot posledica koncentracije lastništva, pojavi novi kontrolni delničar, ima ta vse možnosti, da sam bistveno spremeni poslovno politiko družbe (zamenjava uprave oziroma posloводства družbe), politiko dividend (odločitev, da se zadrži dobiček in se ne izplača delničarjem) ali sprejme druge odločitve, ki lahko pomembno vplivajo na položaj manjšinskih delničarjev. Te ukrepe lahko kontrolni delničar sprejme tako, da povsem zakonito vodi poslovno politiko, s katero si prizadeva za drugačne ekonomske cilje, kot jih je imel na primer prejšnji kontrolni delničar oziroma večina, ki je do tedaj obvladovala družbo. Na ta način se lahko ne le zmanjša konkretna premoženjska pravica manjšinskih delničarjev (npr. z manjšim izplačilom dividende)

ampak se lahko bistveno zmanjša tudi vrednost njihovih delnic na trgu oziroma v končni posledici celo onemogoči njihova prodaja, ker za nakup ni nobenega interesenta (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 12). Interes kontrolnega delničarja za odkup ostalih delnic, pa tudi interes drugih investorjev, se namreč zaradi načela kapitalne večine praviloma zmanjša v trenutku, ko kontrolnemu delničarju uspe pridobiti kontrolni delež v podjetju. Ta delež se od družbe do družbe sicer močno razlikuje, saj je odvisen zlasti od lastniške strukture posameznega podjetja ter velikosti in števila drugih delničarjev (večje kot je število delničarjev in manjši kot so njihovi deleži, manjši je delež, ki je potreben za pridobitev nadzora nad podjetjem), povsem jasno pa je, da ne predstavlja vseh 100% delnic podjetja. Ob kontrolnem delničarju tako v podjetju vedno ostane tudi določeno število manjšinskih delničarjev, katerih položaj je odvisen zlasti od ravnanja kontrolnega delničarja.

Zaradi navedenih razlogov so se v državah z dolgoletno tradicijo delniških družb izoblikovala pravila, katerih glavni namen je preprečiti zlorabo položaja večinskih delničarjev in zagotoviti učinkovit sistem varstva pravic manjšinskih delničarjev. Ker do največjih zlorab in oškodovanja manjšinskih delničarjev lahko pride prav v primerih spreminjanja, zlasti koncentracije, lastništva v podjetju, so v posameznih državah sprejeli pravila, ki urejajo postopek ter pravice in obveznosti posameznih udeležencev v primerih različnih oblik koncentracije lastništva. Njihov temeljni namen je učinkovito zaščititi manjšinske delničarje, tako da se v določenem trenutku ne bodo znašli v podrejenem položaju, ko s svojimi delnicami ne bodo mogli več prosto razpolagati, saj bo povpraševanje po njih drastično upadlo, s tem pa se bo razvrednotila tudi njihova vrednost in posledično vrednosti njihovega premoženja.

Navedenemu zgledu smo s sprejemom Zakona o prevzemih (v nadaljevanju ZPre) leta 1997 sledili tudi v Sloveniji. V času njegove veljavnosti smo bili priča številnim prevzemom podjetij, ki so se odvijali v skladu z zakonsko določenimi pravili in postopki. Po drugi strani pa je bilo v nekaterih primerih (BTC d.d., Tehnounion d.d., Pivovarna Union d.d., Droga Kolinska d.d., Mercator d.d. itd) več kot očitno, da prevzemniki niso spoštovali zakonskih pravil oziroma so izkoristili nekatere pomanjkljivosti ali nedoslednosti obstoječe ureditve ter na ta način pridobili kontrolo nad podjetjem, ne da bi izvedli zakonsko predpisan postopek. To jim je uspelo s kupovanjem delnic brez javne ponudbe tudi po tem, ko so že presegli zakonsko določen prevzemni prag, s pomočjo povezanih oseb, ustanavljanjem družb pooblaščenk, z zlorabo instituta lastnih delnic, zmanjševanjem osnovnega kapitala in podobno. Vsem primerom je bilo skupno, da je en ali več medsebojno povezanih subjektov, ne da bi pregledno izvedli postopek javne ponudbe za odkup vseh delnic, pridobil kontrolni delež v določenem podjetju. Ob kontrolnem delničarju so tako v

podjetju ostali tudi številni manjšinski delničarji, katerih položaj se je s pridobitvijo kontrolnega deleža prevzemnika bistveno poslabšal.

Namen tega magistrskega dela je preučiti problematiko in pomen varstva pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva v podjetju. Zato bom analiziral temeljne dileme, ki nastajajo v primerih koncentracije lastništva v razmerju med večinskimi in manjšinskimi delničarji. Pri tem se bom osredotočil zlasti na ureditev obravnavane problematike v Sloveniji, ki jo bom osvetlil z ureditvijo v okviru Evropske unije ter s primerjalnopravno analizo dveh izbranih držav z različno pravno tradicijo – Veliko Britanijo in Italijo.

Glede na dejstvo, da je veljavna ureditev v okviru ZPre na več mestih nedosledna in pomanjkljiva (veljavnost zakona, povezane osebe, družba pooblaščenka, nadzor, sankcije itd), se postavlja vprašanje, ali je v sedanji ureditvi sploh zagotovljeno učinkovito varstvo pravic manjšinskih delničarjev, ki naj bi predstavljalo temeljni razlog za zakonsko urejanje tega področja. V tej zvezi je namen magistrskega dela analizirati temeljne probleme sedanje ureditve, ter s pomočjo konkretnih primerov prikazati njene največje slabosti, zlasti razloge, ki so v dosedanji praksi privedli do očitnih kršitev zakona in oškodovanja manjšinskih delničarjev.

Zaradi pomanjkljive zakonske ureditve je nadaljnje ukrepanje odvisno od domiselnosti posameznih delničarjev, ki poskušajo pred sodišči na različne načine uveljavljati in zavarovati svoje pravice, zato je namen tega dela analizirati različne alternativne možnosti, s katerimi razpolagajo manjšinski delničarji, da bi ob izostanku učinkovitega sankcioniranja na podlagi ZPre, učinkoviteje zavarovali svoje pravice in interese. Delo zato obravnava možnosti varstva pravic manjšinskih delničarjev na podlagi pravil korporacijskega prava ter temeljnih načel in pravil obligacijskega prava. Eden izmed ciljev magistrskega dela je torej ugotoviti, ali lahko manjšinski delničarji, kljub pomanjkljivi zakonodaji s področja prevzemov, učinkovito zavarujejo svoje interese tudi na druge načine.

Ob ugotovljenih pomanjkljivostih veljavne ureditve je Vlada že v letu 2003 v zakonodajni postopek vložila predlog zakona o spremembah in dopolnitvah Zakona o prevzemih (ZPre-A), ki naj bi odpravil največje pomanjkljivosti in na sistemski ravni celovito uredil obravnavano problematiko. Ker pa je po državnozborskih volitvah leta 2004 prišlo do novega sklica Državnega zbora, se na podlagi poslovnika Državnega zbora šteje, da je zakonodajni postopek končan. ZPre-A iz leta 2003 tako formalnopravno ne obstaja več, vendar je skupina poslancev februarja 2006 v zakonodajni postopek vložila nov predlog zakona o spremembah in dopolnitvah Zakona o prevzemih (v nadaljevanju ZPre-A), ki je skoraj identičen prvotnemu

predlogu. Prav tako je Vlada v okviru Ministrstva za gospodarstvo oblikovala projektno skupino, ki je marca 2006 v javno razpravo predložila predlog novega Zakona o prevzemih (v nadaljevanju ZPre-1), ki je bil z manjšimi spremembami aprila 2006 predložen Državnemu zboru v zakonodajni postopek. Ker se oba predloga med seboj razlikujeta, bom z vsebinskega vidika analiziral predlagane spremembe in novosti, preveril njihovo usklajenost z evropsko ureditvijo ter opozoril na morebitne pomanjkljivosti, ki bi jih bilo potrebno upoštevati pred dokončnim sprejemom nove zakonodaje o prevzemih.

Ker je Državni zbor aprila 2006 sprejel povsem nov Zakon o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD-1), ki na novo ureja tudi določena vprašanja povezana z obravnavano problematiko, bom v okviru posameznih institutov opozoril na novosti nove ureditve in jih primerjal z dosedanjo ureditvijo na podlagi Zakona o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD).

Glede na povedano bom v svojem magistrskem delu skušal preveriti naslednje hipoteze:

HIPOTEZA 1: ZPre ne zagotavlja učinkovitega varstva pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva v podjetju.

HIPOTEZA 2: Manjšinski delničarji lahko kljub nezadostnemu varstvu na podlagi ZPre z drugimi alternativnimi načini, zlasti s sklicevanjem na pravila korporacijskega prava ter temeljna načela in pravila obligacijskega prava, učinkovito zavarujejo svoje pravice in interese.

HIPOTEZA 3: Predlagane spremembe, ki jih vsebujeta ZPre-A in ZPre-1, bi lahko na primerjalnopravno utemeljen način, usklajen z evropskim pravnim redom, zagotovile učinkovito varstvo pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva v podjetju.

1.2. Metode preučevanja in zasnova dela

Pri izdelavi magistrskega dela sem se najprej lotil preučevanja teoretičnih podlag, pri čemer sem s pomočjo domače in tuje literature s teoretičnega vidika analiziral problematiko varstva pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva. S primerjalno in zgodovinsko metodo sem predstavil razvoj obravnavane problematike v okviru Evropske unije, ter najpomembnejše poudarke dveh tujih ureditev (Velika Britanija in Italija). Ureditev obravnavane problematike v Sloveniji sem osvetlil z analizo konkretnih primerov. Na koncu sem z metodo sinteze teoretična in praktična spoznanja združil, se do njih kritično opredelil in oblikoval lastne predloge za izboljšanje dosedanje ureditve.

Magistrsko delo je razčlenjeno na sedem poglavij. V prvem poglavju so opredeljeni problem, namen in cilji dela, nato so v drugem poglavju definirani osnovni pojmi, zlasti pojem manjšinskih delničarjev, njihovi interesi in pomen njihovega varstva. V tretjem poglavju so predstavljeni različni načini koncentracije lastništva v podjetju. Sledi primerjalnopravni pregled v četrtem poglavju.

Osrednji del magistrskega dela predstavlja analiza ureditve varstva pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva v Sloveniji. V tej zvezi sem v petem poglavju preučil veljavno ureditev obravnavanega področja v okviru ZPre s poudarkom na pravicah manjšinskih delničarjev, pri čemer sem izpostavil največje pomanjkljivosti veljavne ureditve in spremembe, ki jih v tej zvezi vsebujeta predloga ZPre-A in ZPre-1. V šestem poglavju sem obravnaval različne oblike varstva pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva, in sicer na podlagi pravil ZPre, predlogov ZPre-A in ZPre-1 ter ZGD-1 (s primerjavo z ZGD). Ob izostanku učinkovitih mehanizmov manjšinskega varstva na podlagi pravil ZPre, sem na koncu preveril alternativne možnosti varstva pravic manjšinskih delničarjev na podlagi pravil korporacijskega prava ter temeljnih načel in pravil obligacijskega prava. Sledijo sklepne ugotovitve v sedmem poglavju, kjer sem povzel ključne ugotovitve in se opredelil do uvodnih delovnih hipotez.

2. MANJŠINSKI DELNIČARJI

2.1. Delniška družba in delničarji

Delniška družba je poleg družbe z omejeno odgovornostjo ena izmed najbolj razširjenih in uveljavljenih oblik organiziranosti gospodarskih subjektov. Kot za druge gospodarske družbe, je tudi zanjo značilno, da na trgu samostojno opravlja pridobitno dejavnost kot svojo izključno dejavnost (1. odstavek 3. člena ZGD-1 oziroma 1. člena ZGD). Delniška družba je kapitalska družba, ki ima osnovni kapital (osnovno glavnico) razdeljen na delnice (1. odstavek 168. člena ZGD-1 oziroma 169. člena ZGD). Je pravna oseba in je kot taka nosilka pravic in obveznosti ter lastnica celotnega premoženja družbe. Za obveznosti odgovarja z vsem svojim premoženjem, delničarji pa za obveznosti družbe ne odgovarjajo (izjema je institut spregleda pravne osebnosti), zato govorimo, da je njihova udeležba v družbi le kapitalska. Z vplačilom delnice delničarji prenehajo biti lastniki vloženega kapitala, saj postane lastnica vloženega kapitala delniška družba kot pravna oseba, delničarji pa pridobijo položaj člana delniške družbe in s tem članstvom povezane pravice in obveznosti (Senčur, 1998, str. 17).

Glede na povedano gre pri delniški družbi za pravnoorganizacijsko obliko kapitalske družbe, katere bistvo je v tem, da gre za družbo, ki omogoča zbiranje oziroma združevanje manjših količin kapitala z namenom, da bi se doseglo pozitivne učinke koncentracije velikega kapitala, ob sočasni izključitvi prevelikega tveganja investitorjev, ker le-ti za morebitne obveznosti delniške družbe do tretjih oseb ne odgovarjajo s svojim osebnim premoženjem, marveč utegnejo izgubiti le vse ali del tistega, kar so bolj ali manj premišljeno vložili v nakup delnic delniške družbe (Kocbek et al., 2002, str. 528). Glavna obveznost delničarja je tako le obveznost vplačila vložka, s čimer se zagotavlja osnovni kapital družbe, delničar pa hkrati postane imetnik določenega števila delnic. S članstvom v delniški družbi pridobi delničar določene pravice – članske ali korporacijske pravice, ki se delijo na premoženjske in upravljalne pravice. Tako vsakemu posameznemu delničarju pripadajo naslednje pravice:

A. premoženjske pravice:

- pravica do dela dobička – dividenda (2. alineja 2. odstavka 176. člena ZGD-1 oziroma 177. člena ZGD),
- pravica do ustreznega dela preostalega premoženja po likvidaciji ali stečaju družbe (3. alineja 2. odstavka 176. člena ZGD-1 oziroma 177. člena ZGD),

- prednostna pravica do novih delnic v primeru povečanja osnovnega kapitala družbe (337. člen ZGD-1 oziroma 313. člen ZGD),

B. upravljalne pravice:

a) *sodelovalne pravice*:

- pravica do udeležbe pri upravljanju družbe (1. alineja 2. odstavka 176. člena ZGD-1 oziroma 177. člena ZGD),
- glasovalna pravica (1. odstavek 178. člena ZGD-1 oziroma 179. člena ZGD),
- pravica do obveščeniosti (305. člen ZGD-1 oziroma 293. člen ZGD),

b) *pravice do varstva*:

- pravica do uveljavljanja ničnosti ali izpodbojnosti sklepov skupščine (390. – 401. člen ZGD-1 oziroma 359. – 370. člen ZGD).

Te pravice in obveznosti delničarjev izražajo temeljna razmerja med delniško družbo in njenimi delničarji, vendar je praksa delovanja delniških družb mnogo bolj kompleksna. Razlogov za to je toliko, kolikor je delniških družb, saj je vsaka delniška družba svojevrsten organizem, v katerem se prepletajo razmerja in interesi različnih subjektov. Tako so poleg osnovnega razmerja med delniško družbo in delničarji za delovanje delniške družbe izjemno pomembna tudi razmerja med posameznimi delničarji, razmerja med delničarji in upravo družbe, ter seveda razmerja povezana z zaposlenimi. Delniška družba naj bi bila sicer kot gospodarska družba celovit organizem, ki ima iste cilje in v povezanosti vseh svojih sestavin deluje skladno in enotno, vendar so v praksi interesi zgoraj navedenih subjektov pogosto različni, celo nasprotujoči (Ivanjko, 1995, str. 601). Glede na dejstvo, da predstavljajo osnovno celico delniške družbe njeni delničarji, ki s kapitalskim vložkom omogočijo njen nastanek in imajo praviloma tudi največji interes po uspešnem delovanju družbe, se bom v nadaljevanju osredotočil zlasti na razmerja med njimi.

2.2. Manjšinski delničarji

2.2.1. Načelo kapitalske večine

Kot je bilo že predhodno opredeljeno, je osnovni kapital delniške družbe razdeljen na delnice, pri čemer je obseg premoženjskih in upravljalnih pravic delničarjev vezan na lastništvo delnic. Izjema so prednostne delnice brez glasovalne pravice, ki njihovim imetnikom ne dajejo glasovalnih pravic, vendar je njihov delež omejen, saj družba ne sme imeti več kot polovice tovrstnih delnic v sestavi osnovnega kapitala (2. odstavek 178. člena ZGD-1 oziroma 179. člena ZGD).

Delničarji praviloma uresničujejo svoje pravice v zadevah družbe na skupščini družbe, ki je hierarhično najvišji organ družbe in ga praviloma sestavljajo vsi delničarji. Skupščina odloča o temeljnih vprašanjih družbe, ki pa se ne nanašajo toliko na vprašanja rednega poslovanja ter vsakodnevnega vodenja tekočih poslov (o tem odloča uprava družbe), ampak bolj na razvojna vprašanja ter na določena organizacijsko-statusna vprašanja, ki vplivajo na strukturo in delovanje družbe (Kocbek et al., 2002, str. 880). Tako skupščina odloča o sprejemu letnega poročila, uporabi bilančnega dobička, imenovanju in odpoklicu članov nadzornega sveta in upravnega odbora, podelitvi razrešnice članom organov vodenja ali nadzora, spremembah statuta, ukrepih za povečanje in zmanjšanje kapitala, prenehanju družbe in statusnem preoblikovanju, imenovanju revizorja in drugih zadevah, če tako določata statut ali zakon (1. odstavek 293. člena ZGD-1 oziroma 282. člena ZGD).

Ker je število delničarjev posamezne delniške družbe praviloma veliko, kar je posledica dejstva, da gre za družbo, ki omogoča zbiranje oziroma združevanje manjših količin kapitala, je z vidika učinkovitega upravljanja družbe nemogoče, da bi se odločitve sprejemale s soglasjem vseh delničarjev. Poslovanje delniške družbe v poslovnem okolju z namenom ustvarjanja dobička namreč zahteva učinkovitost, z iskanjem soglasja vseh delničarjev za sprejem potrebnih odločitev pa bi bilo tako poslovanje praktično nemogoče. Težko bi si namreč predstavljali delovanje delniške družbe, v kateri bi veljalo načelo soglasnega sprejemanja sklepov in bi lahko veto ali izostanek enega samega delničarja preprečila sprejem nujnih odločitev. Iz navedenih razlogov so se najprej v statutih delniških družb, kasneje pa tudi v zakonodaji, ki ureja njihovo delovanje, oblikovala pravila, ki omogočajo, da lahko organi delniške družbe, kljub velikemu številu delničarjev in morebiti odsotnosti popolnega soglasja med njimi, sprejemajo svoje poslovne odločitve in s tem zagotavljajo učinkovito delovanje delniške družbe.

Glede na navedeno se je, upoštevajoč dejstvo, da bi soglasno sprejemanje odločitev onemogočalo učinkovito poslovanje delniške družbe in ob predpostavki, da je obseg članskih pravic (v tem kontekstu zlasti upravljaljskih pravic) posameznega delničarja vezan na lastništvo delnic, razvilo eno temeljnih načel delniškega prava – načelo kapitalске večine. Bistvo tega načela je v tem, da se odločitve v delniški družbi sprejemajo z določeno kapitalsko večino glasov, zato se morajo delničarji, ki so ostali v manjšini (in se s sklepom niso strinjali), sprejetim sklepom podrediti. Dejstvo, da sprejete odločitve zavezujejo tudi tiste delničarje, ki z njimi niso soglašali, temelji na domnevi, da oblikovanje večine izravna posamezne interese in da večina odloča v korist vseh delničarjev (Senčur, 1998, str. 35).

Načelo kapitalske večine velja tudi v Sloveniji, kjer je uveljavljeno načelo navadne večine glasov, ki ga zakon določa kot splošno pravilo za veljavno sprejemanje skupščinskih sklepov. Za sprejem sklepa je tako potrebna večina oddanih glasov delničarjev (navadna večina), razen če zakon ali statut ne določata višje večine ali drugih zahtev (307. člen ZGD-1 oziroma 296. člen ZGD). V praksi to pomeni, da je predlagani sklep sprejet, če je zanj oddan vsaj en glas več, kot je bilo glasov proti (Kocbek et al., 2002, str. 925).

Že z navadno večino, torej z 51% kapitalskim deležem (v primeru razpršenega lastništva in pod predpostavko, da se skupščine praviloma ne udeležujejo vsi delničarji, pa z mnogo manjšim kapitalskim deležem), si tako lahko posamezni delničar ali skupina delničarjev zagotovi relativno kontrolo v podjetju (Boros, 1995, str. 15), saj lahko sprejme vse odločitve, ki ne pomenijo izrednih zadev. Na ta način se kljub razpršenemu lastništvu zagotavlja učinkovito delovanje delniške družbe. Le za ukrepe, ki presegajo okvire rednega poslovanja, kot so na primer odpoklic člana nadzornega sveta (275. člen ZGD-1 oziroma 266. člen ZGD), sprememba statuta (329. člen ZGD-1 oziroma 306. člen ZGD), povečanje osnovnega kapitala z vložki (333. člen ZGD-1 oziroma 309. člen ZGD) ali redno zmanjšanje osnovnega kapitala (372. člen ZGD-1 oziroma 347. člen ZGD), se zahteva večina treh četrtin pri sklepanju zastopanega osnovnega kapitala, torej kvalificirana večina.

Kljub svoji utemeljenosti, pa ima načelo kapitalske večine tudi nekatere slabosti. Glede na prisilno naravo sprejetih odločitev, ki so posledica navedenega načela, je namreč načelo kapitalske večine v nasprotju z načelom absolutnosti in nedotakljivosti lastnine. Delničarji, ki so ostali v manjšini, se morajo namreč kljub temu, da so v družbo vložili svojo lastnino, podrežati upravljalnim odločitvam večine (Senčur, 1998a, str. 131). Večina torej dejansko odloča o celotnem podjetju in tako posredno tudi o kapitalu, katerega ekonomski lastniki so drugi – manjšinski delničarji (Puharič, 1995, str. 621). V primerjavi s svojim kapitalskim deležem ima večina nadproporcionalen vpliv na odločanje in poslovanje družbe, pa tudi dodatne premoženjske koristi, ki manjšini ne pripadajo, čeprav so nastale tudi s pomočjo kapitala, ki so ga dali na razpolago manjšinski delničarji. Poleg tega v delniški družbi, v kateri je večina kapitala in s tem večina glasov v rokah enega ali stalne skupine delničarjev, glasovanje izgubi smisel, sklepi, ki so pravzaprav enostranski akti volje obvladujočega delničarja, pa ne dajejo nobenega jamstva pravilnosti (Senčur, 1998, str. 36). Manjšinski delničarji tudi nimajo možnosti, da bi iz družbe izstopili, tako da bi zahtevali, da jim družba odkupi njihove delnice, oziroma da bi delnico vrnilo družbi in zahtevali vračilo osnovnega vložka oziroma zneska, ki so ga plačali za delnico. Takšne so na primer možnosti izstopa oziroma odpovedi družbene pogodbe pri osebnih družbah, možnosti izstopa iz družbe pa so zakonsko urejene tudi pri družbah

z omejeno odgovornostjo. Pri delniški družbi pa lahko posamezni delničar izstopi iz družbe le tako, da delnico proda tretji osebi, kar je seveda odvisno od povpraševanja na trgu (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 12).

Odločanje po večinskem načelu mora torej nujno pripeljati do konfliktov med delničarji, saj večini omogoča gospodarjenje s kapitalom manjšine (Zabel, 1995, str. 614). Zaradi teh konfliktov je načelo kapitalske večine nujno potrebno korigirati z vzpostavitvijo mehanizmov manjšinskega varstva in na ta način zagotoviti, da se v delniški družbi lahko uresničujejo interesi vseh delničarjev in ne samo interesi večine.

2.2.2. Večinski in manjšinski delničarji ter njihov položaj v družbi

Da bi lahko analizirali razmerja med različnimi skupinami delničarjev, je potrebno najprej opredeliti kriterije, na podlagi katerih posameznega delničarja uvrščamo v določeno skupino. V delniški družbi namreč razlikujemo med različnimi kategorijami delničarjev, od fizičnih oseb, gospodarskih družb, pravnih oseb javnega prava do države. Vendar je od navedenega razlikovanja za potrebe obravnavane problematike bolj pomembno razlikovanje glede na vpliv, ki ga ima posamezni delničar na upravljanje družbe. Glede na predhodno opredeljeno načelo kapitalske večine in na posledice, ki jih ima za razmerja med posameznimi delničarji, z vidika vpliva posameznih delničarjev razlikujemo med dvema temeljnima skupinama, in sicer med večinskimi in manjšinskimi delničarji.

Ker je obseg upravljalских pravic delničarjev praviloma vezan na lastništvo delnic in ker se v skladu z načelom kapitalske večine skupščinski sklepi sprejemajo z navadno večino glasov, je objektivno merilo za opredelitev večinskih in manjšinskih delničarjev, višina njihove kapitalske udeležbe. Glede na navedeno definicijo bi bil tipičen primer večinskega delničarja en delničar ali skupina delničarjev, ki imajo 51% ali več delnic, tipičen primer manjšinskih delničarjev pa skupina delničarjev, ki imajo skupaj manj kot 49% delnic. Gre za t.i. večinsko obvladovanje (*angl. majority control*), ki predpostavlja aktivno delovanje vseh delničarjev (Farrar, 1998, str. 579).

Ker pa je za velike javne delniške družbe značilna velika razpršenost lastništva delnic in apatičnost delničarjev, zaradi česar veliko število delničarjev sploh ne sodeluje v postopkih odločanja v družbi, zadošča za dosego bistvenega vpliva na vodenje družbe že mnogo manjša kapitalska udeležba kot 51%. Gre za t.i. manjšinsko obvladovanje (*angl. minority control*). V tem primeru opredelitev večinskih in manjšinskih delničarjev ni več tako enostavna, zato ločitev na večinske in manjšinske delničarje po objektivnem merilu kapitalske udeležbe ne zadošča. Glede na

povedano se kot primernejše ponujajo definicije, ki večinskega delničarja opredeljujejo kot enega delničarja ali stalno skupino delničarjev, ki dejansko uveljavljajo oblast planiranja in odločanja v družbi in je zanje značilna dvojna vloga – vloga delničarja in vloga udeleženca v upravljanju družbe. Gre za delničarje, ki lahko dosežejo sprejem določenega skupščinskega sklepa (Morse, 1999, str. 103). Na drugi strani pa je manjšina skupina oseb v družbi, ki trajno in institucionalno ne more pridobiti vpliva na oblikovanje volje v družbi in o njihovih zadevah, ki zadevajo družbeniške sfere, trajno odloča večina. Manjšinski delničarji so torej tisti, ki sami ali v povezavi z drugimi delničarji v družbi ne razpolagajo z zadostnim vplivom, da bi varovali svoje interese, zato so glede varstva svojih pravic odvisni od zakona in sodišča (Senčur, 1998, str. 39).

Ob tem je potrebno opozoriti, da krog delničarjev, ki pomenijo manjšino, ni stalen, saj manjšina ni fiksno določena. Oblikuje se namreč ob vsakem primeru posebej, odvisno od konkretne situacije in od števila delničarjev, njihovih deležev v kapitalu družbe ter njihovih interesov. Pri odločanju v družbi lahko namreč večino, ki sprejme posamezno odločitev, predstavljajo vedno drugi delničarji, zato v različnih situacijah tudi manjšino predstavljajo povsem različni delničarji (Zabel, 1995, str. 616).

2.2.3. Interesi manjšinskih delničarjev in pomen njihovega varstva

Manjšinski delničarji imajo, tako kot vsi ostali delničarji v delniški družbi, določene interese. Ti interesi se zgolj zaradi položaja posameznega delničarja načeloma ne razlikujejo, saj že iz same narave delniške družbe izhaja, da je njen temeljni namen pridobivanje dobička in njegova razdelitev delničarjem. Kljub temu se v praksi, zaradi različnega položaja in vpliva posameznih delničarjev, interesi različnih kategorij delničarjev razlikujejo, pogosto celo do te mere, da so si lahko tudi nasprotujoči (Farrar, 1998, str. 623). Zaradi uveljavljenega večinskega načela pri sprejemanju odločitev v družbi, je v primeru različnih ali celo nasprotujočih si interesov posameznih delničarjev, položaj večinskih delničarjev mnogo močnejši od položaja ostalih (manjšinskih) delničarjev. Večinski delničarji lahko svoje cilje in interese dosežejo bodisi s sprejemom skupščinskih sklepov ali pa kot odločitev uprave oziroma nadzornega sveta, na katera imenovanje imajo popoln vpliv, pri čemer jim ni potrebno iskati soglasja oziroma podpore manjšinskih delničarjev (Morse, 1999, str. 87). Slednji bi tako ob izostanku instrumentov manjšinskega varstva ostali zgolj opazovalci ravnanja večine in bi lahko dosegali zgolj tiste interese, ki bi bili skladni z interesi večine. Zaradi povedanega so se sprva v praksi, kasneje pa tudi v zakonodaji, ki ureja delovanje delniških družb, izoblikovala pravila, katerih glavni

namen je preprečiti zlorabo položaja večinskih delničarjev in zagotoviti učinkovit sistem varstva pravic manjšinskih delničarjev.

Ob tem je potrebno opozoriti na razlikovanje med manjšinskim varstvom, kot varstvom določene kategorije delničarjev, in individualnim varstvom, kot varstvom vsakega posameznega delničarja. Čeprav lahko manjšino teoretično in tudi v praksi predstavlja le en sam delničar, je potrebno ločiti pravice oziroma varstvo, ki ga ta delničar uživa kot manjšinski delničar, od individualnih pravic, oziroma individualnega varstva vsakega posameznega delničarja. Individualne pravice delničarjev namreč omejujejo moč družbe nasproti delničarju. Gre za zbirno označbo, ki zajema temeljne premoženjske in upravljalne pravice, ki jih ima vsak posamezni delničar in mu jih ni mogoče odvzeti, niti jih brez njegovega soglasja omejiti (Senčur, 1998, str. 40). Individualno varstvo torej zagotavlja minimalno zaščito delničarja, pri čemer so interesi delničarjev varovani iz perspektive vsakega posameznega delničarja prek njegovih subjektivnih pravic. Individualne pravice so statično določene pravice, ki pripadajo vsakemu delničarju, ne glede na to, ali pripada večini ali manjšini, in opredeljujejo delničarjev položaj do in v družbi. Delničarji jih praviloma uveljavljajo v lastnem interesu (npr. pravica do dividende, glasovalna pravica, pravica izpodbijanja skupščinskih sklepov itd).

V delniških družbah z oblikovano stalno kapitalsko večino in manjšino, pa potrebujejo manjšinski delničarji posebno zaščito, še zlasti zato ker delničarji, ki so v manjšini, nasproti večini nikoli ne morejo uveljaviti svojih interesov in ne morejo sodelovati pri oblikovanju odločitev, zato kot obrobna skupina zaslužijo posebno zaščito pravnega reda. Manjšinsko varstvo torej služi varovanju manjšine pred nevarnostjo trajnega neenakopravnega obravnavanja. Pri manjšinskem varstvu gre za poudarjanje od položajev odvisnega varstva in se zato primarno ne veže na pravice prizadetih oseb, temveč na dolžnosti nosilcev odločitev (Senčur, 1998, str. 41), s čimer se zagotavlja pravilno delovanje delniške družbe kot celote.

Iz navedenega je mogoče zaključiti, da je temeljna razlika med individualnim in manjšinskim varstvom v tem, da manjšinske pravice, s tem ko zagotavljajo pravilno vodenje družbe, koristijo vsem (ne le manjšinskim delničarjem), medtem ko so pravice posameznega delničarja praviloma namenjene le varstvu njegovih interesov (Senčur, 1998, str. 42). Tovrstno razlikovanje pa v praksi izgublja svoj pomen, saj sta tako manjšinsko, kot tudi individualno varstvo, usmerjena k istemu cilju, t.j. enakopravnemu obravnavanju vseh delničarjev. Dandanes se razlikujeta zlasti v načinu in instrumentih za doseganje tega cilja, saj se manjšinske pravice uveljavljajo kolektivno, individualne pravice pa posamično, kar bo razvidno iz nadaljevanja.

3. KONCENTRACIJA LASTNIŠTVA V PODJETJU

3.1. Lastniška struktura delniške družbe in razlogi za njeno spreminjanje

Lastniška struktura sodobnih odprtih delniških družb je praviloma zelo razpršena, kar je posledica številnih razlogov. Deloma k razpršenosti prispevata že sama narava in namen delniške družbe, saj gre za družbo, ki omogoča zbiranje oziroma združevanje manjših količin kapitala z namenom, da bi se doseglo pozitivne učinke koncentracije velikega kapitala. Deloma pa je razpršena lastniška struktura delniške družbe tudi posledica njenega nastanka, saj je ustanovljena tako, da večje število investitorjev (delničarjev) zaradi omejenih lastnih sredstev vpiše in vplača delnice, s čimer se zagotovi osnovni kapital družbe. Razpršena lastniška struktura je tako posledica razpršitve naložb in omejenosti razpoložljivih prihrankov posameznika (Walsh, Seward, 2005, str. 58).

Vendar razpršena lastniška struktura ni nujno optimalna za poslovanje posamezne družbe, saj zvišuje stroške in zmanjšuje interes posameznih delničarjev za sodelovanje pri upravljanju družbe. Za sodobne delniške družbe je namreč značilno, da njihovi lastniki (delničarji) niso hkrati tudi menedžerji, ki jih vodijo (Walsh, Seward, 2005, str. 56), zato je vodenje delniških družb, zlasti tistih z zelo razpršenim lastništvom, pogosto prepuščeno upravi družbe, katere vpliv se z razpršenostjo lastništva močno poveča.

V teoriji je naloga uprave usklajevanje aktivnosti, ki zagotavljajo maksimiranje tržne vrednosti podjetja, medtem ko nosijo delničarji finančno tveganje in v zameno pričakujejo, da jim bodo pripadli neto pozitivni denarni tokovi iz poslovanja podjetja (Bešter, 1996, str. 21). Zaradi te ločitve funkcije lastništva od funkcije vodenja podjetja se pojavi potreba po učinkovitih mehanizmih nadzora, saj si morajo delničarji, kot lastniki družbe, zagotoviti določen vpliv na delovanje uprave. Teoretično bi sicer uprava morala voditi družbo v skladu z interesi njenih lastnikov, vendar je zaradi dejstva, da uprava pogosto zasleduje drugačne interese kot delničarji, potrebno zagotoviti mehanizme, s katerimi delničarji nadzirajo in vplivajo na njeno delovanje (Walsh, Seward, 2005, str. 63).

Mehanizmi nadzora se najprej pojavljajo znotraj podjetja. V ta namen delničarji običajno imenujejo nadzorni svet, ki je odgovoren za razvoj in izvajanje mehanizmov nadzora znotraj podjetja. Nadzorni svet nadzoruje vodenje poslov družbe, in sicer tako, da lahko pregleduje in preverja knjige in dokumentacijo družbe, njeno blagajno, shranjene vrednostne papirje in zaloge blaga ter druge stvari. Nadzorni svet lahko

tudi skliče skupščino (281. člen ZGD-1 oziroma 274. člen ZGD). Kljub navedenim pristojnostim nadzornega sveta, ki so vse namenjene nadzoru uprave družbe, pa notranji mehanizmi nadzora niso vedno učinkoviti (Shleifer, Vishny, 1988, str. 8). Razloge za manjšo učinkovitost najdemo v neučinkovitosti nadzornega sveta pri spremljanju in nadzoru uprave, premajhni motivaciji nadzornega sveta, lojalnosti članov nadzornega sveta do uprave, pomanjkanju informacij, pomanjkljivemu znanju in pomanjkanju razpoložljivega časa članov nadzornega sveta, nepopolnih nadzornih mehanizmov itd (Walsh, Seward, 2005, str. 70).

Zaradi neučinkovitosti notranjih mehanizmov se pojavlja potreba po dodatnih – zunanjih mehanizmi nadzora. Takšne mehanizme predstavljajo prevzemi podjetij in druge oblike sprememb lastništva v podjetju. Nezadovoljni delničarji namreč lahko izkoristijo te mehanizme nadzora tako, da v določenem trenutku svoje delnice prodajo novemu lastniku, ki bo morebiti zavzel bolj aktivno vlogo pri upravljanju podjetja, zlasti če bo pridobil kontrolni delež v njem, kar predstavlja neposredno grožnjo upravi, da bo v primeru nezadovoljstva nad njenim delom, prišlo do njene zamenjave. Spremembe lastništva so torej del trga delovne sile, na katerem se srečujeta ponudba in povpraševanje po storitvah menedžerjev, pri čemer delničarji povprašujejo po različnih oblikah menedžerskih storitev, menedžerji pa jih na tem trgu ponujajo (Ross, Westerfield, Jaffe, 2005, str. 850).

Glede na zapisano je mogoče ugotoviti, da je eden izmed razlogov za spreminjanje lastniške strukture delniške družbe dejstvo, da uprava v nekaterih primerih ne ravna v skladu s pričakovanji lastnikov (delničarjev) in s svojim delovanjem ne maksimira tržne vrednosti podjetja. Takšno ravnanje lahko vključuje neustrezno rast podjetja, nepotrebno in škodljivo razpršitev dejavnosti, potratnost, previsoke plače zaposlenih in nesposobnost uprave, da bi učinkovito porabila premoženje podjetja. Govorimo o spremembah lastniške strukture iz razloga discipliniranja uprave, katerih namen je bodisi spodbuditi menedžerje k učinkovitejšemu poslovanju podjetja bodisi jih zamenjati s tistimi, ki bodo sposobni in pripravljeni poslovati v skladu z zahtevami lastnikov podjetja (Shapiro, 1992, str. 953).

Enaki razlogi, torej delovanje uprave v nasprotju s pričakovanji lastnikov, pa lahko po drugi strani privedejo tudi do spreminjanja lastniške strukture za katerimi stoji uprava sama. Namesto, da bi lastniki zamenjali upravo, uprava zamenja lastnike. Govorimo o najrazličnejših oblikah menedžerskih odkupov in drugih načinov, s katerimi uprava prevzame nadzor nad določenim podjetjem. V teh primerih uprava dejansko izplača nezadovoljne delničarje, ki (formalno sicer prostovoljno) prodajo svoje delnice kupcu, ki je bodisi uprava sama, ali pa z njo povezani oziroma njej naklonjeni subjekti.

Tretjo skupino razlogov za spreminjanje lastniške strukture v podjetju pa predstavljajo spremembe, katerih cilj je doseganje različnih sinergij. Te spremembe izhajajo iz predpostavke, da je mogoče s prerazporeditvijo proizvodnih dejavnikov doseči višjo učinkovitost v njihovi rabi. Gre bodisi za primere, ko podjetja združujejo svoje poslovne dejavnosti oziroma neposredno sodelujejo pri proizvodnji izdelkov ali opravljanju storitev ter s tem dosegajo pozitivne sinergijske učinke ali pa za primere pri katerih podjetja ne sodelujejo na področjih njihovih temeljnih poslovnih dejavnosti, ampak le pri zagotavljanju optimalnih finančnih učinkov (Brigham, Houston, 2003, str. 867). Ti razlogi za spreminjanje lastniške strukture so torej, za razliko od prvih dveh, praviloma ekonomsko motivirani.

3.2. Različni načini pridobitve nadzora nad določenim podjetjem

Nadzor nad določenim podjetjem se lahko pridobi na različne načine. V osnovi razlikujemo med načini, ki dejansko pomenijo spreminjanje lastniške strukture, ter načini, pri katerih se lastniška struktura sicer ne spreminja, spreminja pa se subjekt, ki nadzira določeno podjetje. Glede na povedano je nadzor nad določenim podjetjem mogoče pridobiti:

A. s spremembo lastniške strukture:

- združitve podjetij,
- prevzem podjetja z odkupom delnic,
- prevzem podjetja z odkupom premoženja,

B. brez sprememb lastniške strukture:

- zbiranje pooblastil delničarjev za glasovanje na skupščini,
- družba pooblaščenka (dejansko predstavlja hibrid med obema načinoma).

3.2.1. Združitve podjetij

O združitvi podjetij govorimo takrat, kadar iz dveh podjetij nastane eno samo. Pri združitvi obe podjetji pripravita ustrezno pogodbo, ki jo podpišejo predstavniki obeh podjetij, potrdijo nadzorni sveti in nato z določeno večino glasov odobrijo ali zavrnejo delničarji (Scharf, Shea, Beck, 1991, str. 37). Dve ali več delniških družb se lahko združi bodisi s pripojitvijo bodisi s spojitvijo (1. odstavek 580. člena ZGD-1 oziroma 511. člena ZGD).

O pripojitvi govorimo takrat, ko od vseh podjetij, ki se združujejo, preživi eno samo, druga podjetja pa nanj prenesejo vse svoje premoženje in obveznosti ter prenehajo obstajati (Tajnikar, 2000, str. 25). Pripojitev se opravi s prenosom celotnega premoženja ene ali več delniških družb (prevzeta družba) na drugo delniško družbo (prevzemna družba) (2. odstavek 580. člena ZGD-1 oziroma 511. člena ZGD). O spojitvah pa govorimo takrat, ko se dve ali več podjetji združi v popolnoma novo podjetje, ki prevzame nase vse premoženje in obveznosti teh podjetij, ki nato prenehajo obstajati (Bešter, 1996, str. 30). Spojitev se torej opravi z ustanovitvijo nove delniške družbe (prevzemna družba), na katero se prenese celotno premoženje družb, ki se spajajo (prevzete družbe) (3. odstavek 580. člena ZGD-1 oziroma 511. člena ZGD).

Z združitvijo preide na prevzemno družbo vse premoženje ter vse pravice in obveznosti prevzete družbe. Prevzemna družba kot univerzalni pravni naslednik vstopi v vsa pravna razmerja, katerih subjekt je bila prevzeta družba (6. odstavek 580. člena ZGD-1 oziroma 511. člena ZGD). Za veljavnost pogodbe o pripojitvi ali spojitvi je potrebno soglasje skupščine vsake družbe, dano v obliki skupščinskega sklepa, ki je veljavno sprejet, če zanj glasuje najmanj tri četrtine pri sklepanju zastopanega osnovnega kapitala (če obstaja več razredov delnic, je potrebno soglasje vsakega razreda), razen če statut ne določa višje kapitalske večine in drugih zahtev (585. člen ZGD-1 oziroma 515. člen ZGD).

3.2.2. Prevzem podjetja z odkupom delnic

Prevzem podjetja z odkupom delnic pomeni nakup zadostnega števila ali celo vseh delnic z glasovalno pravico določene odprte delniške družbe s ciljem pridobitve potrebnega števila delnic oziroma glasov, ki prevzemniku zadoščajo na prevzem nadzora nad podjetjem (Scharf, Shea, Beck, 1991, str. 38). Takšen prevzem se lahko realizira bodisi preko primarnega bodisi preko sekundarnega trga. V prvem primeru lahko prevzemnik odkupi delnice v postopku izdaje novih delnic in iz naslova povečanja osnovnega kapitala. V tem primeru pridobiva kontrolo in ustrezen večinski sveženj delnic, če ostali delničarji ne izkoristijo prednostne pravice do nakupa novih delnic oziroma je le-ta izključena ali omejena. V drugem primeru pa prevzemnik, ki je lahko že delničar ali pa tretja oseba, pridobi delnice od drugih delničarjev na sekundarnem trgu – bodisi na borzi bodisi izven borznega trga (Kocbek, 1999, str. 323).

Za prevzem podjetja z odkupom delnic je značilno, da podjetje kot objekt ostane nespremenjeno, saj je aktiva (premoženjska stran podjetja) popolnoma

nespremenjena, spremeni se le lastniška struktura, torej pasiva podjetja. Kljub temu se številni prevzemi z odkupom delnic kasneje končajo s formalno združitvijo podjetij, saj se tako lahko dosega večji sinergijski učinki in posledično večja ekonomska učinkovitost.

3.2.3. Prevzem podjetja z odkupom premoženja

Prevzemnik lahko pridobi nadzor nad drugim podjetjem tudi z odkupom dela ali celotnega premoženja drugega podjetja in vključitvijo tega premoženja v svojo družbo ali z organiziranjem tega premoženja kot samostojno gospodarsko družbo, ki ga upravljalno obvladuje kupec premoženja kot vlagatelj in družbenik v novi družbi. Pri takšni transakciji torej prevzemnik prevzame le aktivo, zato ne gre za univerzalno pravno nasledstvo gospodarske družbe, v katero se locira pridobljeno premoženje (Kocbek, 1999, str. 322).

Ciljno podjetje lahko po prodaji premoženja prevzemniku ostane nespremenjeno in nadaljuje s poslovanjem s preostalim premoženjem, lahko pa tudi preneha obstajati kot pravna oseba (zlasti, če proda celotno premoženje).

3.2.4. Zbiranje pooblastil delničarjev za glasovanje na skupščini

Delničarji praviloma uresničujejo svoje pravice v zadevah družbe na skupščini (1. odstavek 292. člena ZGD-1 oziroma 281. člena ZGD). Delničar se lahko skupščine udeleži osebno, lahko pa njegovo glasovalno pravico uresničuje pooblaščenec (6. odstavek 308. člena ZGD-1 oziroma 297. člena ZGD), ki je lahko finančna ali druga organizacija ali druga oseba. Pooblaščenec uresničuje pravice na podlagi pisnega pooblastila (*angl. proxy*), ki se lahko da za največ 15 mesecev, pri čemer se lahko kadarkoli prekliče (309. člen ZGD-1 oziroma 298. člen ZGD). Gre torej za v ustrezni obliki sestavljeno in časovno omejeno pooblastilo, ki pooblaščenec osebi daje pravico, da v imenu podpisnika pooblastila (delničarja) glasuje na skupščini družbe (Martin et al., 1998, str. 852).

Da bi preprečil morebitno glasovanje pooblaščenca v nasprotju z voljo pooblastitelja, zakon določa, da mora pooblaščenec v primeru, če mu delničar ni izdal navodil za uresničevanje glasovalne pravice, uresničevati glasovalno pravico po lastnih, delničarju sporočenih predlogih (5. odstavek 309. člena ZGD-1 oziroma 298. člena ZGD), kar v praksi pomeni, da mora pooblaščenec pred pridobitvijo pooblastila delničarju sporočiti, kako namerava glasovati.

Za pooblastila delničarjev se potegujejo različni subjekti, največkrat pa so to uprava družbe, »disidentske« skupine delničarjev ali celo zunanji delničarji (Bešter, 1996, str. 37). Njihovi motivi pri tem so različni. Uprava želi z zbiranjem pooblastil največkrat preprečiti spremembe, ki bi ogrožale njen položaj, »disidentske« skupine delničarjev si z zbiranjem pooblastil poskušajo zagotoviti možnost večjega nadzora v podjetju in izvrševati pritisk na odločitve uprave, zunanji delničarji pa se te metode poslužujejo kot alternativo klasičnim prevzemom z odkupom delnic (Scharf, Shea, Beck, 1991, str. 251).

Iz navedenega izhaja temeljna značilnost zbiranja pooblastil, in sicer, da je z zbiranjem in pridobitvijo zadostnega števila pooblastil delničarjev za glasovanje na skupščini mogoče pridobiti nadzor nad določenim podjetjem, ne da bi se pri tem spreminjala lastniška struktura podjetja. Zbiranje pooblastil je zlasti aktualno v primerih velike razpršenosti lastništva, saj delničarji praviloma ne sodelujejo aktivno pri upravljanju družbe. Tako je mogoče, da določen subjekt ali skupina subjektov, na podlagi zbranih pooblastil obvladuje določeno podjetje, ne da bi imela v njem večinski delež, kar je z vidika pridobitve nadzora nad podjetjem, v primerjavi s predhodno opisanimi načini, tudi bistveno cenejše, saj pooblaščenec za prejeta pooblastila praviloma ne plača ničesar. Seveda je zato tudi njegov položaj ustrezno šibkejši in razmeroma negotov, saj na podlagi pooblastila pridobljene pravice in posledično moč, ki jo izvršuje, niso trajne, ampak so vezane na prejeta pooblastila. Poleg tega je navedeni način pridobivanja nadzora nad podjetjem dokaj netransparenten, saj do zadnjega trenutka, torej do glasovanja na skupščini, ni jasno, kdo in s kakšnim deležem bo na podlagi zbranih pooblastil uveljavljal glasovalne pravice. Zaradi povedanega se večji finančni investitorji (skladi, banke itd) raje odločajo za prevzeme podjetij z odkupom delnic (Scharf, Shea, Beck, 1991, str. 251).

3.2.5. Družba pooblaščenka

Družba pooblaščenka pomeni neke vrste nadgradnjo zbiranja pooblastil delničarjev za glasovanje na skupščini. Predstavlja pravnoorganizacijsko obliko, ki je ustanovljena z namenom, da zastopa delničarje določene delniške družbe pri upravljanju le-te oziroma pri uresničevanju glasovalnih pravic v tej delniški družbi (Bohinc, 1996, str. 723). Ideja o družbi pooblaščenki izvira iz ameriške konstrukcije ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*), kot oblike lastništva zaposlenih, ki je oblikovan kot poseben sklad, ustanovljen z namenom upravljanja z delnicami zaposlenih (Foster Reed, Reed Lajoux, 1998, str. 421). Vsi zaposleni imajo možnost

postati lastniki podjetja, v katerem so zaposleni, s tem da postanejo člani ESOP (Ellerman, 1993, str. 56).

V Sloveniji se je zamisel o družbi pooblaščenki oblikovala v času privatizacije. Mešani model lastninjenja podjetij, ki je predvidel možnost ugodnega notranjega nakupa gospodarskih družb, je imel med drugim za posledico tudi nastanek razpršene lastniške strukture. Z namenom, da bi se organiziral in okrepil položaj številnih notranjih lastnikov v nejavnih delniških družbah, je bila zasnovana družba pooblaščenka (Mlinarič, 2003, str. 5). Prvi je družbo pooblaščenko uredil Zakon o privatizaciji pravnih oseb v lasti Sklada Republike Slovenije za razvoj in obveznosti Agencije Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo (v nadaljevanju ZPPOLS), ki je določal, da lahko upravičenci zaradi izvedbe programa notranjega odkupa ustanovijo posebno gospodarsko družbo, organizirano kot kapitalsko družbo, ki v svojem imenu in za račun upravičencev kupuje delnice v okviru programa notranjega odkupa – družba pooblaščenka. Pri tem upravičenci delnic, ki so predmet privatizacije in so vplačane z lastniškimi certifikati, le-te vložijo kot stvarni vložek v osnovni kapital družbe pooblaščenke (17. člen ZPPOLS). Kapitalsko strukturo in upravljalna razmerja v družbi pooblaščenki udeleženci notranjega odkupa oblikujejo prosto, delnic družbe pooblaščenke pa v času trajanja notranjega odkupa s pravnimi posli med živimi ni mogoče prenašati izven kroga udeležencev notranjega odkupa, medtem ko se prenosljivost delnic po izteku programa notranjega odkupa uredi s statutom oziroma družbeno pogodbo družbe pooblaščenke (18. člen ZPPOLS).

Iz navedenega izhaja, da je bila osnovna zamisel oblikovanja družbe pooblaščenke v tem, da bi upravičenci do notranjega odkupa delnic (zaposleni, bivši zaposleni in upokojenci) preko nje kupovali delnice matične družbe in organizirano nastopali na njeni skupščini, družba pooblaščenka pa bi delovala kot oblika organizirane participacije zaposlenih, s čimer bi poskrbela za večjo delovno motivacijo, hkrati pa bi povezala njihove razpršene delnice in s tem okrepila njihov položaj nasproti morebitnim zunanjim prevzemnikom (Mlinarič, 2003, str. 3).

Navedeno ureditev je dopolnil ZPre z določbo, da lahko delničarji izdajatelja, ki se je preoblikoval na podlagi Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij (v nadaljevanju ZLPP) in ki kot enega od načinov izvedbe lastninskega preoblikovanja ni izvedel javne prodaje delnic, ustanovijo družbo pooblaščenko po postopku in na način, določen v ZPPOLS, pri čemer se za delnice, ki jih pridobi družba pooblaščenka ne uporabljajo določbe ZPre (81. člen ZPre). Ker ima tovrstna ureditev daljnosežne posledice, je podrobneje obravnavana nadaljevanju (poglavje 5.1.3.2.).

4. PRIMERJALNOPRAVNI PREGLED

4.1. Evropska unija

S pristopom k Evropski uniji 1. maja 2004 je na podlagi Pogodbe o pristopu v Sloveniji začel veljati pravni red Evropske unije, ki predstavlja celoto vseh pravnih predpisov in sodnih praks, ki zavezujejo države članice. Od tega dne dalje se torej v Sloveniji uporabljajo predpisi in sodna praksa Evropske unije, zato bom v nadaljevanju predstavil temeljne elemente pravne ureditve varstva pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva, ki velja na območju celotne Evropske unije.

4.1.1. Razlogi za poenotenje ureditve

Ureditev koncentracije lastništva se v Evropski uniji med državami članicami močno razlikuje, kar je zlasti posledica različnega kulturnega in zgodovinskega razvoja posameznih držav članic. V Evropski uniji se namreč srečujejo trije temeljni sistemi kapitalskega trga, in sicer anglosaški sistem, ki osrednjo vlogo pripisuje lastnikom, torej delničarjem; germanski sistem, ki širše porazdeljuje pravice in odgovornosti v družbi med različne interesne skupine – zlasti je poudarjen močnejši vpliv zaposlenih in romanski sistem državnih korporacij in močnih finančnih skupin (Forstinger, 2002, str. 98). Navedene konceptualne razlike se na področju koncentracije lastništva kažejo zlasti v zvezi z obsegom zakonskega urejanja obravnavanega področja, dolžnostjo razkritja informacij, dolžnostjo objave ponudbe za odkup, postopkom ponudbe, dopustnostjo obrambnih mehanizmov in ostalimi posledicami ponudbe za odkup (Forstinger, 2002, str. 96).

S povečanimi aktivnostmi na kapitalskih trgih in vedno večjo koncentracijo lastništva v podjetjih so se tudi na ravni Evropske unije v sedemdesetih letih 20. stoletja začele pojavljati prve razprave o potrebi po poenotenju ureditve (Cook, Kerse, 2000, str. 56). Argumente za poenotenje so v tistem času iskali zlasti v dejstvu, da je zaradi vedno večje vpetosti gospodarskih subjektov iz različnih držav članic v enoten gospodarski prostor in prepletenosti njihovega poslovanja, tudi na področju koncentracije lastništva potrebno zagotoviti pogoje za pošteno in enakopravno obravnavanje vseh gospodarskih subjektov in njihovih lastnikov (delničarjev) v vseh državah članicah (Lindsay, 2003, str. 28). Poleg tega naj bi poenotenje navedene ureditve prispevalo k vzpostavitvi sistema uravnotežene konkurence znotraj Evropske unije (Levy, 2003, str. 1996), hkrati pa bi predstavljalo prispevek k uresničenju enega izmed temeljnih načel Evropske unije – načela prostega pretoka kapitala (Forstinger, 2002, str. 30).

Kljub prepričljivosti navedenih razlogov pa je del teorije zagovarjal drugačno stališče. Charny (1991, str. 432) je ugotavljal, da se zdijo napor Evropske unije po poenotenju ureditve gospodarskega prava v večji meri želja po poenotenju, kot dejanska potreba. Na raznolikost pravnih ureditev med posameznimi državami članicami je namreč gledal kot možnost izbire in posledično konkurence med posameznimi pravnimi sistemi (podobno kot v primeru ameriških zveznih držav), kar naj bi omogočalo gospodarskim subjektom, da glede na svoje potrebe izberejo pravni sistem tiste države članice, ki v največji meri ustreza njihovim potrebam. Morebitno poenotenje zato po njegovem prepričanju ne bi imelo pozitivnih učinkov, saj bi gospodarskim subjektom zmanjšalo možnost izbire.

Kljub legitimnosti navedenih pomislekov, je v Evropski uniji prevladala odločitev, da prednosti poenotenja prevladajo nad navedenimi slabostmi, zlasti ker se pravni sistemi med državami članicami Evropske unije bistveno bolj razlikujejo kot med zveznimi državami v ZDA (Forstinger, 2003, str. 31) in zato, ker je z vidika manjšinskega varstva v primerih koncentracije lastništva v ospredje potrebno postaviti interese delničarjev (zlasti manjšinskih), ki jim je potrebno zagotoviti enakovredno varstvo v vseh državah članicah.

4.1.2. Zgodovinski razvoj

Začetki urejanja koncentracije lastništva in s tem povezanega varstva pravic manjšinskih delničarjev segajo v Evropski uniji v leto 1974, ko je britanski profesor Robert R. Pennington, po naročilu Evropske komisije (v nadaljevanju Komisija) predstavil svoje poročilo, ki je vsebovalo analizo stanja in prvi osnutek predloga direktive o prevzemih. Kljub temu je Komisija šele leta 1985, v t.i. Beli knjigi o notranjem trgu (*angl. White Paper on the Internal Market*), prvič objavila namero o pripravi predloga direktive o prevzemih, prvi predlog direktive pa je Komisija predložila Svetu Evropske unije (v nadaljevanju Svet) in Evropskemu parlamentu (v nadaljevanju Parlament) šele januarja 1989. Po prejemu mnenja Ekonomsko-socialnega odbora in Parlamenta je Komisija septembra 1990 predstavila drugi predlog direktive o prevzemih, ki pa je bil deležen številnih kritik s strani Nemčije in Velike Britanije, zato ga je Komisija umaknila (Forstinger, 2002, str. 99).

Zaradi velikih nasprotij med državami članicami (nekatero so zavzemale stališče, da je sprejem tovrstne direktive povsem nepotreben; nekatere so nasprotovale preveč podrobnemu urejanju obravnavanega področja; nekatere pa so zastopale stališče, da brez podrobne ureditve sistem ne more biti učinkovit) je Komisija kar 6 let pripravljala nov predlog, ki ga je predstavila februarja 1996. Ta predlog je vseboval le temeljna

načela, ki bi zavezovala vse države članice, medtem ko bi bilo podrobnejše urejanje prepuščeno posameznim državam članicam. Na podlagi mnenja Ekonomsko-socialnega odbora in Parlamenta je Komisija novembra 1997 predstavila četrti predlog direktive o prevzemih. Sledilo je usklajevanje med državami članicami, ki se je končalo junija 2000 s sprejemom petega predloga direktive, t.i. skupnega stališča Sveta, ki je bil posredovan Parlamentu. Kljub številnim usklajevanjem (ali prav zaradi njih) so bile stališču Sveta očitane številne pomanjkljivosti, predvsem da vsebuje preveč splošne rešitve, ki ne bodo prispevale k harmonizaciji na področju javnih ponudb za odkup vrednostnih papirjev, zato je Parlament dodal skupnemu stališču Sveta številne pozitivne spremembe. Komisija večine predlaganih sprememb ni sprejela, vendar je bil med institucijami Evropske unije junija 2001 le dosežen kompromis, ki je bil kot končno besedilo predloga direktive o prevzemih poslan v Parlament (Hopt, 2002, str. 10).

Parlament je 4. julija 2001 z 273 glasovi »za« in 273 glasovi »proti« predlagano direktivo zavrnil (zmanjkal je le en glas »za«), kar je pomenilo hud udarec večletnemu prizadevanju po poenotenju navedenega področja, saj se je Evropska unija ponovno znašla na samem začetku (Samec, Vindiš, 2001, str. 3).

4.1.3. Direktiva o prevzemnih ponudbah

4.1.3.1. Sprejem, pravna narava in veljavnost

Po zavrnitvi kompromisnega predloga direktive o prevzemih s strani Parlamenta, je bila septembra 2001 ustanovljena Skupina strokovnjakov na visoki ravni za pravo družb (v nadaljevanju Skupina) – *angl. High Level Group of Company Law Experts*, z nalogo analize in iskanja načinov za modernizacijo evropskega prava družb, s poudarkom na urejanju področja prevzemov. Skupina je januarja 2002 objavila poročilo (*angl. Report of the High Level Group of Company Law Experts*), v katerem je oblikovala predloge za enotno ureditev področja prevzemov v Evropski uniji.

Na podlagi poročila Skupine in prejšnjih predlogov, je Komisija oblikovala nov predlog direktive in jo posredovala Parlamentu, ki je 21. aprila 2004 sprejel Direktivo o prevzemnih ponudbah (v nadaljevanju Direktiva) – *angl. Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids*. Objavljena je bila v Uradnem listu Evropske unije št. L 142 z dne 30.04.2004 in je začela veljati 20. dan po objavi (22. člen Direktive), torej 20. maja 2004. Direktiva predstavlja kompromis med različnimi interesi držav članic, zato je razmeroma splošna in prepušča natančnejše urejanje posameznim državam članicam, kljub temu

pa je mogoče ugotoviti, da dosega svoj temeljni namen, in sicer zagotavljanje določene stopnje pravne varnosti na celotnem območju Evropske unije z določanjem minimalnih standardov in enakovrednim obravnavanjem ter varstvom pravic vseh (zlasti manjšinskih) delničarjev v postopkih koncentracije lastništva v podjetju.

Cilj Direktive je poenotiti pravila o obveznih javnih ponudbah za odkup vrednostnih papirjev družb na območju Evropske unije in tako spodbuditi povečan pretok kapitala ter omogočiti oblikovanje skupnega kapitalskega trga, zastavljenega kot cilj na vrhunskem zasedanju v Lizboni. V tej zvezi želi Evropska unija zagotoviti tudi enakovredno varstvo manjšinskih delničarjev in investitorjev v vseh državah članicah s postavitvijo minimalnih pravil in zahtev za vodenje javnih ponudb za prevzeme (Kocbek, Samec, Vindiš, 2002, str. 378). Direktiva se zato uporablja v vseh primerih ponudb za odkup vrednostnih papirjev družbe, za katero velja pravo držav članic, če so vsi ali pa zgolj nekateri od teh vrednostnih papirjev uvrščeni na organiziran trg v eni ali več državah članicah (1. odstavek 1. člena Direktive).

Ker gre za direktivo in ne za uredbo, njena pravna narava vpliva tudi na način njene uveljavitve. Uredba je namreč splošno veljaven akt, ki se v državah članicah uporablja neposredno, medtem ko so v primeru direktive države članice zavezane zgolj k rezultatu, ki ga je potrebno doseči, pri čemer je državam članicam prepuščena izbira pri sprejemanju oblike in sredstev za njeno uveljavitev v notranjem pravu (249. člen Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti). Direktiva določa, da morajo države članice sprejeti in uskladiti svoje predpise z vsebino Direktive najkasneje do 20. maja 2006 (1. odstavek 21. člena Direktive). Če države članice Direktive ne bodo prenesle v nacionalno zakonodajo oziroma jo bodo prenesle nepopolno ali z zamudo, bo imela Direktiva v skladu s prakso Evropskega sodišča (*primer Pubblico Ministero proti Ratti*, št. 148/78) neposreden učinek, kar pomeni, da se bodo lahko upravičeni subjekti nanjo sklicevali neposredno pred nacionalnimi sodišči.

4.1.3.2. Splošna načela

Države članice morajo za izvrševanje Direktive zagotoviti spoštovanje v njej določenih splošnih načel, ki pa predstavljajo zgolj minimalne standarde, ki morajo biti zagotovljeni na celotnem območju Evropske unije, medtem ko lahko posamezne države članice predpišejo tudi strožje zahteve, kot jih določa Direktiva (2. odstavek 3. člena Direktive). Na ta način se omogoča državam članicam, ki želijo bolj podrobno urejanje obravnavanega področja, da sprejmejo dodatne ukrepe, s katerimi lahko zagotovijo večjo pravno varnost manjšinskih delničarjev.

Splošna načela Direktive vsebujejo temeljna jamstva za enakopravno in korektno obravnavanje vseh delničarjev ciljne družbe, varstvo pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva, ustrezno in pravočasno obveščanje delničarjev, nevtralnno delovanje uprave ciljne družbe in preprečevanje zlorabe prevladujočega položaja v družbi (1. odstavek 3. člena Direktive). Ker gre za načela (in ne pravila), je njihov pomen zlasti deklaratoren, njihova konkretizacija v obliki pravil pa je razvidna iz nadaljevanja.

4.1.3.3. Obvezna ponudba

Direktiva definira prevzemno ponudbo kot javno ponudbo, dano imetnikom vrednostnih papirjev ciljne družbe, za odkup vseh ali dela vrednostnih papirjev ciljne družbe, ne glede na to ali je obvezna ali prostovoljna, katere posledica ali cilj je pridobitev nadzora nad ciljno družbo (1. odstavek 2. člena Direktive). Direktiva nalaga državam članicam, da zagotovijo, da mora oseba, ki skupaj s povezanimi osebami, pridobi vrednostne papirje ciljne družbe, ki ji skupaj s predhodno pridobljenimi vrednostnimi papirji, zagotavljajo določen odstotek glasovalnih pravic, na podlagi katerega pridobi nadzor nad ciljno družbo, objaviti ponudbo za odkup vseh delnic te družbe po pravični ceni (1. odstavek 5. člena Direktive).

Vendar Direktiva višine prevzemnega praga ne predpisuje, ampak njegovo definiranje v celoti prepušča državam članicam (3. odstavek 5. člena Direktive), kar je ena njenih temeljnih pomanjkljivosti. Določitev višine prevzemnega praga je namreč ključnega pomena za učinkovitost celotne ureditve, zlasti za varstvo pravic manjšinskih delničarjev. Visoko določen prevzemni prag v posamezni državi članici (npr. 40% ali več) bi namreč lahko postavil pod vprašaj učinkovitost in celo smiselnost celotne ureditve, saj lahko pri visoko določenem prevzemnem pragu, zaradi velike razpršenosti lastništva in majhne udeležbe delničarjev pri upravljanju družbe, posamezni delničar pridobi nadzor nad ciljno družbo že z relativno majhnim deležem (vsekakor manjšim od 50%), kar pomeni, da lahko obvladuje ciljno družbo, ne da bi sploh presegel prevzemni prag in bil dolžan objaviti prevzemno ponudbo. Zaradi povedanega se postavlja vprašanje, v kakšni meri je ob odsotnosti enotno določenega prevzemnega praga, ureditev obravnavanega področja na območju Evropske unije sploh poenotena in ali je zagotovljena minimalna pravna varnost udeležencem na trgu vrednostnih papirjev v vseh državah članicah. Glede na tako očitno pomanjkljivost bi bilo v prihodnosti smiselno z Direktivo predpisati tudi prevzemni prag ali vsaj razpon, v katerem mora biti ta s strani posameznih držav članic določen (npr. med 25% in 35%), saj bodo šele takrat dejansko zagotovljeni primerljivi standardi manjšinskega varstva v vseh državah članicah.

Ponudnik mora v prevzemni ponudbi za delnice ciljne družbe ponuditi pravično ceno, ki je definirana kot najvišja cena, po kateri je ponudnik (ali z njim povezane osebe) pridobil vrednostne papirje ciljne družbe, v obdobju, ki ga določijo države članice, ki ne sme biti krajše od 6 mesecev in ne daljše od 12 mesecev pred objavo ponudbe. Poleg tega Direktiva določa, da mora ponudnik povišati svojo ponudbo, če po objavi ponudbe in pred iztekom njenega trajanja pridobi vrednostne papirje po ceni, ki presega ceno iz ponudbe (4. odstavek 5. člena Direktive). Taka ureditev je primerna, saj istočasno dopušča določeno stopnjo fleksibilnosti držav članic (zlasti glede določanja obdobja), hkrati pa zagotavlja med državami članicami primerljiv in ustrezen sistem določanja prevzemne cene.

Izbiro nadomestila, ki ga lahko ponudnik ponudi za odkup vrednostnih papirjev ciljne družbe, prepušča Direktiva ponudnikom, saj določa, da lahko ponudniki kot nadomestilo ponudijo nadomestne vrednostne papirje, denar ali kombinacijo obojega, razen, če je ponudnik (ali z njim povezane osebe) v obdobju, ki ga določijo države članice, za denar pridobil 5% ali več glasovalnih pravic ciljne družbe. V tem primeru mora ponudnik ponuditi denarno nadomestilo vsaj kot alternativo, države članice pa lahko določijo, da mora ponudnik vedno ponuditi denarno nadomestilo vsaj kot alternativo (5. odstavek 5. člena Direktive).

Direktiva izrecno določa, da lahko države članice poleg navedenih omejitev vzpostavijo dodatne instrumente z namenom varstva pravic imetnikov vrednostnih papirjev, dokler le-ti ne ovirajo normalnega poteka ponudbe (6. odstavek 5. člena Direktive). To določilo je posledica zahtev posameznih držav članic, ki so zahtevale bolj podrobno regulacijo obravnavanega področja, saj jim omogoča, da uvedejo dodatne instrumente, s katerimi lahko manjšinskim delničarjem zagotovijo višji nivo pravic, seveda pod pogojem, da dodatni instrumenti brez utemeljenih razlogov ne ovirajo ponudbe.

4.1.3.4. Postopek v zvezi s ponudbo

Direktiva predpisuje osnovna postopkovna pravila v zvezi s prevzemno ponudbo, ki jih morajo vzpostaviti države članice in zagotoviti njihovo spoštovanje. Tako je določeno, da mora biti namera za ponudbo brez odlašanja javno objavljena in da mora biti o ponudbi obveščen pristojen organ (1. odstavek 6. člena Direktive). Ponudnik mora v primernem času objaviti prospekt, ki vsebuje vse potrebne informacije, na podlagi katerih lahko imetniki vrednostnih papirjev ciljne družbe sprejmejo ustrezno odločitev o ponudbi (2. odstavek 6. člena Direktive). Te

informacije morajo biti pravočasno dostopne imetnikom vrednostnih papirjev ciljne družbe in zaposlenim (2. odstavek 8. člena Direktive).

Ponudba mora biti javno objavljena na tak način, da sta zagotovljeni preglednost in integriteta trgovanja z vrednostnimi papirji ciljne družbe, ponudnika in drugih prizadetih družb ter da se preprečita objava in razširjanje napačnih ali zavajajočih informacij (1. odstavek 8. člena). Države članice morajo zagotoviti, da rok za sprejem ponudbe ni krajši od dveh tednov in ne daljši od desetih tednov od dneva objave prospekta. Le v posebej določenih primerih, lahko države članice predpišejo drugačen rok za sprejem ponudbe (7. člen Direktive).

Uprava ciljne družbe mora o ponudbi objaviti svoje mnenje in ga utemeljiti, vključno z oceno učinkovanja ponudbe na delovanje ciljne družbe, njeno strategijo in zaposlene (5. odstavek 9. člena Direktive), pri čemer pa ni potrebno, da bi uprava o ponudbi pridobila tudi mnenje neodvisnih strokovnjakov.

Vprašanje obrambnih mehanizmov ciljne družbe je bilo ves čas sprejemanja direktive eno najtežjih, saj so med stališči držav članic obstajala velika nasprotja. Kompromis, ki ga vsebuje Direktiva, sicer pomeni vzpostavitev sistema nevtralnosti uprave, vendar je ureditev razmeroma splošna, zato bo natančnejše urejanje odvisno zlasti od posameznih držav članic. Direktiva tako določa, da mora uprava ciljne družbe od trenutka, ko je obveščena o nameri za ponudbo, do objave izida ponudbe, predhodno pridobiti soglasje skupščine delničarjev za vsa dejanja, razen za iskanje alternativne ponudbe, ki bi lahko ogrozila ponudbo, zlasti pa mora pridobiti soglasje pred izdajo novih delnic. Prav tako mora uprava ciljne družbe predhodno pridobiti soglasje skupščine delničarjev za odločitve, ki so bile sprejete pred seznanitvijo z namero za ponudbo, a še niso bile v celoti realizirane, in presegajo redno poslovanje ali bi lahko ogrozile ponudbo (1. – 4. odstavek 9. člena Direktive).

Ureditev ostalih postopkovnih vprašanj prepušča Direktiva državam članicam, pri čemer jim nalaga, da morajo v svoji zakonodaji urediti vsaj naslednja področja:

- iztek veljavnosti ponudb,
- revizijo ponudb,
- konkurenčne ponudbe,
- razkritje izida ponudb,
- nepreklicnost ponudb in dovoljene pogoje (13. člen Direktive).

Direktiva torej razmeroma podrobno ureja postopkovna pravila v zvezi s ponudbo, saj obravnava ključne instrumente, ki zagotavljajo pregledno in enakopravno obravnavanje vseh delničarjev ciljne družbe ter preprečujejo morebitne zlorabe. Ker

pa zgolj normativno urejanje postopka ponudbe ne more zagotavljati učinkovitega varstva pred najrazličnejšimi zlorabami, bo zlasti od implementacije v posameznih državah članicah odvisna raven tovrstnega varstva. Direktiva namreč ne vzpostavlja skupnega nadzora nad izvrševanjem normativne ureditve, ampak so za nadzor pristojni nadzorni organi držav članic, zato ostaja zagotavljanje spoštovanja postopkovnih pravil v veliki meri še vedno v domeni držav članic.

4.1.3.5. Pravica do iztisnitve in pravica prodaje manjšinskega deleža

Direktiva ureja tudi dva instituta, ki sta bila v zadnjem času primerjalnopravno razmeroma široko sprejeta v pravu gospodarskih družb, in sicer pravico do iztisnitve kot pravico večinskega delničarja ter pravico prodaje manjšinskega deleža kot pravico manjšinskih delničarjev. Institut iztisnitve manjšinskih delničarjev iz družbe (*angl. squeeze-out*) naj bi preprečeval, da bi delničarji, ki sicer ne morejo uveljaviti kakega gospodarskega interesa, šikanirali družbo oziroma novega prevzemnika. Gre za pravico večinskega delničarja, da od ostalih delničarjev, ne glede na njihovo voljo, zahteva odkup njihovih delnic. Pravica večinskega delničarja do nakupa preostalih delnic tako pomeni za manjšinske delničarje, da morajo prodati svoje delnice tudi proti svoji volji, kar kaže, da je za zakonodajalca interes ponudnika, da razpolaga s 100% kapitala ciljne družbe, pomembnejši od interesa manjšinskih delničarjev, da ohranijo lastništvo vrednostnih papirjev (Samec, Vindiš, 2001a, str. 7).

Glede na povedano vsebuje tudi Direktiva določila o pravici do iztisnitve in nalaga državam članicam, da v primeru ponudbe, naslovljene na vse delničarje ciljne družbe, ta institut uredijo. Tako morajo države članice zagotoviti ponudniku možnost, da po pošteni ceni pridobi vse preostale delnice ciljne družbe:

- če razpolaga z vsaj 90% kapitala, ki zagotavlja glasovalne pravice in 90% glasovalnih pravic ciljne družbe (pri čemer lahko države članice določijo višji prag, vendar največ 95%), ali
- če je na podlagi ponudbe pridobil vsaj 90% kapitala, ki zagotavlja glasovalne pravice in 90% glasovalnih pravic ciljne družbe, na katere se je nanašala ponudba (2. odstavek 15. člena Direktive).

Ponudnik lahko izkoristi pravico do iztisnitve v roku 3 mesecev po izteku ponudbe (4. odstavek 15. člena Direktive), države članice pa morajo zagotoviti, da bo tudi v primeru iztisnitve delničarjev ponujena poštena cena, pri čemer mora biti plačilo ponujeno v enaki obliki kot je bilo ponujeno nadomestilo v ponudbi ali pa mora biti zagotovljeno plačilo v denarju. Za pošteno ceno se šteje cena, ki je bila ponujena v ponudbi (5. odstavek 15. člena Direktive).

Enake posledice kot iztisnitev manjšinskih delničarjev, ima pravica prodaje manjšinskega deleža, le da je slednja namenjena manjšinskim delničarjem. Tako lahko delničarji, ki ponudbe niso sprejeli, kljub temu od ponudnika zahtevajo, da odkupi njihove delnice. Direktiva določa, da za prodajo manjšinskega deleža veljajo enaka pravila kot v primeru iztisnitve manjšinskih delničarjev (16. člen Direktive), kar pomeni, da morajo biti izpolnjeni enaki pogoji zlasti glede deleža s katerim razpolaga večinski delničar, roka za uveljavljanje te pravice in zagotovljenega nadomestila.

4.1.3.6. Nadzorni organ

Ker zgolj normativno urejanje brez ustreznega nadzora ni zadostno za zagotavljanje učinkovitega sistema, Direktiva predpisuje, da morajo države članice določiti organ, ki je pristojen za nadzor nad ponodbami. Ta organ je lahko državni organ ali kakšna druga zasebna organizacija (združenja itd), ki ima javno pooblastilo neposredno na podlagi zakona, pri čemer mora biti v vsakem primeru zagotovljeno nepristransko in neodvisno delovanje glede na vse udeležence v postopku ponudbe (1. odstavek 4. člena Direktive). Poleg tega morajo države članice nadzornim organom zagotoviti ustrezna pooblastila, s katerimi lahko zagotavljajo spoštovanje pravil sprejetih v skladu z Direktivo (5. odstavek 4. člena Direktive).

Ker se z vse več delnicami različnih družb ne trguje samo na enem, ampak na več organiziranih trgih v različnih državah članicah, je Direktiva opredelila tudi kriterije, na podlagi katerih je mogoče določiti organ, ki je pristojen za nadzor nad ponudbo. V prvi vrsti je to organ države članice, v kateri ima ciljna družba sedež, pod pogojem, da so njeni vrednostni papirji uvrščeni na organiziran trg v tej članici. V nasprotnem primeru je pristojen organ države članice, v kateri so vrednostni papirji ciljne družbe uvrščeni na organiziran trg. Če pa so vrednostni papirji uvrščeni na organiziran trg več držav članic, je pristojen organ tiste članice, v kateri so z vrednostnimi papirji najprej začeli trgovati. Če tudi na tak način ni mogoče določiti pristojnega organa, lahko pristojni organ izbere ciljna družba sama (2. odstavek 4. člena Direktive).

4.1.3.7. Sankcije

Določila Direktive glede sankcioniranja so zelo splošna, saj Direktiva v tej zvezi ne vsebuje podrobnih pravil, ampak zgolj nalaga državam članicam, da morajo predpisati ustrezne sankcije za primere kršitev ter zagotoviti njihovo izvrševanje, pri čemer morajo biti sankcije učinkovite, sorazmerne in morajo odvrčati od kršitev. O

navedenem in o kasnejših spremembah morajo države članice obvestiti Komisijo najkasneje do dneva, ko se Direktiva začne uporabljati, torej do 20. maja 2006 (17. člen Direktive).

Razmeroma splošna ureditev sankcioniranja je pričakovana, zlasti glede na to, da Direktiva ne uvaja skupnega nadzora nad izvrševanjem pravil o prevzemih, ampak prepušča nadzor in sankcioniranje organom držav članic. Kljub temu pa Direktiva določa temeljne smernice, ki jih bodo morale upoštevati države članice pri določanju sankcij in ukrepov proti kršiteljem, pri čemer bo njihovo skladnost z usmeritvami Direktive preverjala Komisija.

4.1.3.8. Pomanjkljivosti

Glede na navedeno je mogoče ugotoviti, da je bil s sprejemom Direktive na ravni Evropske unije storjen velik korak naprej na področju urejanja koncentracije lastništva v podjetjih in s tem povezanega varstva pravic manjšinskih delničarjev, saj vsebuje Direktiva temeljne smernice, ki jih bodo morale v svoji zakonodaji implementirati vse države članice, s čimer bo zagotovljeno vsaj minimalno spoštovanje določenih standardov na tem področju, kar bo prispevalo k večji pravni varnosti vseh udeležencev na trgu vrednostnih papirjev in k enakopravnem obravnavanju vseh subjektov na celotnem območju Evropske unije. Kljub temu pa ni mogoče spregledati, da je Direktiva vendarle kompromis med različnimi interesi in pogledi držav članic, zato je po vsebini še vedno razmeroma splošna in bo njena implementacija v veliki meri prepuščena posameznim državam članicam.

Največja pomanjkljivost Direktive je brez dvoma ta, da ne predpisuje enotnega prevzemnega praga in njegovo določitev v celoti prepušča državam članicam, pri čemer niti okvirno ne opredeljuje meja v katerih lahko države članice prevzemni prag določijo. Ker se na prevzemni prag veže večina določil Direktive, je tako od držav članic in z njihove strani določenega višjega ali nižjega prevzemnega praga odvisen domet Direktive. Z visoko določenim prevzemnim pragom bodo namreč države članice avtomatično zmanjšale domet Direktive, saj se bodo pravila Direktive uporabljala šele, ko bo določena oseba ta prag preseгла. Glede na to bi bilo v prihodnosti smiselno z Direktivo predpisati vsaj okvir, v katerem se lahko giblje s strani držav članic določen prevzemni prag. V nasprotnem primeru se zastavlja vprašanje, ali je sploh mogoče govoriti o poenotenju obravnavane ureditve in zagotavljanju minimalne pravne varnosti vseh subjektov v vseh državah članicah.

Poleg nedefiniranega prevzemnega praga, je pomanjkljivost Direktive tudi v zvezi z določanjem sankcij. Kljub dobri načelni usmeritvi bi morale biti namreč sankcije opredeljene bolj konkretno. Tako bi morala biti za primere kršitev pravil o obvezni ponudbi v vseh državah članicah predpisana enotna sankcija z odvzemom vseh glasovalnih pravic ciljne družbe, s katerimi razpolaga pridobitelj in z njim povezane osebe. Na ta način bi bilo na območju celotne Evropske unije na primerljiv način zagotovljeno učinkovito sankcioniranje kršiteljev, zlasti ker so vrednostni papirji gospodarskih družb vse bolj pogosto uvrščeni na organizirane trge v več državah članicah in bi potencialni kršitelji glede na različne režime sankcioniranja med državami članicami to lahko izkoriščali v škodo manjšinskih delničarjev.

4.2. Velika Britanija

4.2.1. Zgodovinski razvoj

Velika Britanija je poleg Združenih držav Amerike država z najstarejšo in najobsežnejšo ureditvijo področja varstva pravic manjšinskih delničarjev in koncentracije lastništva v podjetju. To je posledica hitrega gospodarskega razvoja, ki je Veliko Britanijo zajel že v prvi polovici 19. stoletja in posledično potreb, ki jih je tak gospodarski razvoj prinesel z vidika gospodarskega statusnega prava. Zaradi povedanega štejemo Veliko Britanijo v okviru Evropske unije za pionirja na področju koncentracije lastništva v podjetju, pri čemer še danes sodi med države z največjim številom tovrstnih postopkov (Forstinger, 2002, str. 97).

Začetke manjšinskega varstva lahko najdemo že v sodbah angleških sodišč iz druge polovice 19. stoletja, poskusi zagotovitve določenega vpliva manjšinskim delničarjem pa so opazni tudi že v prvem sodobnem Zakonu o gospodarskih družbah iz leta 1862 (*angl. Companies Act 1862*), ki je na primer določal, da ima vsak delničar en glas na vsakih pet delnic, če ima do 100 delnic, za delnice, ki presegajo to mejo pa ima vsak delničar en glas na vsakih 20 delnic, kar pomeni, da pri večjem številu delnic vpliv posameznega delničarja ni več proporcionalen njegovemu lastniškemu deležu. V tem času govorimo o obdobju t.i. delničarske demokracije.

V začetku 20. stoletja je v okviru delovanja delniških družb prihajalo do opuščanja demokratične oblike, ter prehajanja k čedalje bolj avtokratičnemu vodenju organov upravljanja, kar se je zlasti izrazilo v Zakonu o gospodarskih družbah iz leta 1929 (*angl. Companies Act 1929*). Vendar je navedena sprememba in pretirano poudarjanje večinskega načela imela tudi negativne posledice, saj so se množice začele odvracati od udeležbe v delniških družbah, kar je bil za Veliko Britanijo, za

katero je bila značilna velika razpršenost lastništva, velik problem. Tako so se po drugi svetovni vojni začele kazati težnje po vnovični uzakonitvi prava družb, ki bi v večji meri zagotovilo zaščito manjšine pred zlorabljanjem oblasti večine, ob hkratnem prizadevanju, da okrepitev varstva manjšine ne bi preveč prizadela načela kapitalske večine. Upoštevajoč te predpostavke sta teorija in zakonodaja razvili načelo, da naj ima manjšina svoje pravice le v okviru interesa družbe. Na tej podlagi je bil leta 1948 sprejet Companies Consolidated Act (v nadaljevanju CCA), ki predstavlja osnovo danes veljavne angleške zakonodaje. Z vidika varstva manjšinskih delničarjev je izjemnega pomena generalna klavzula vsebovana v 210. členu CCA, ki omogoča vsakemu delničarju, da se obrne na sodišče, če meni, da je del družbenikov zatiran, sodišče pa lahko po svoji diskrecijski presoji izda kakršenkoli ukrep, ki se mu zdi primeren, vključno z likvidacijo družbe (Senčur, 1998, str. 32).

4.2.2. Zakonska podlaga

V okviru Evropske unije je Velika Britanija še danes država, v kateri se odvija največ in največji procesi koncentracije lastništva, zato je razumljivo, da je tudi razvoj prava na tem področju na stopnji, ki je med najvišjimi v Evropi. Vendar je za Veliko Britanijo, kot na drugih pravnih področjih, tudi na področju koncentracije lastništva v podjetju in z njim povezanega varstva pravic manjšinskih delničarjev, bolj kot sistem zakonskega urejanja in državne intervencije, ki sta značilna za kontinentalno Evropo, značilen sistem samoregulacije. To pomeni, da je klasičnih zakonskih norm, kot jih pozna kontinentalno pravo, bistveno manj, več pa je norm, ki so se izoblikovale kot splošno sprejeta pravila obnašanja in so jih nato kot svoja pravila sprejele različne organizacije izven strukture državnih organov, v katere se prostovoljno združujejo gospodarski subjekti (zbornice itd). Razlogov za tako ureditev je več, med najpomembnejše pa lahko uvrstimo zlasti razvito pravno tradicijo ter spoznanje, da zakonsko urejanje in izključno državna intervencija nista dovolj učinkovita in fleksibilna (Forstinger, 2002, str. 118).

Kljub poudarjenemu sistemu samoregulacije pa se tudi v Veliki Britaniji niso mogli povsem izogniti zakonskemu urejanju obravnavane problematike. Tako zasledimo posamezne norme, ki se nanašajo na postopke koncentracije lastništva, tudi v okviru določil Zakona o gospodarskih družbah iz leta 1985 (*angl. Companies Act 1985*), ki ga dopolnjujejo določbe Zakona o finančnih storitvah in trgih iz leta 2000 (*angl. Financial Services and Markets Act 2000*). Obseg zakonskega urejanja pa se bo na tem področju v kratkem še povečal, deloma zaradi že predhodno načrtovane reforme gospodarskega prava, deloma pa zato, ker mora tudi Velika Britanija do 20. maja 2006 uskladiti svoje predpise z vsebino evropske Direktive. V zakonodajnem

postopku se tako že obravnava predlog Zakona o reformi gospodarskega prava (*angl. Company Law Reform Bill*), ki bo v veljavno ureditev prinesel številne novosti (več o tem v poglavju 4.2.3.).

4.2.2.1. Zakon o gospodarskih družbah

Zakon o gospodarskih družbah iz leta 1985 (v nadaljevanju Zakon o gospodarskih družbah 1985) je temeljni zakon, ki ureja vprašanja gospodarskega statusnega prava v Veliki Britaniji. Kljub temu, da ne ureja področja prevzemov, vsebuje tudi posamezna določila, ki so z njimi povezana (Davies, 2003, str. 740). Zakon tako v 13.A poglavju ureja dva klasična instituta, in sicer pravico do iztisnitve ter pravico prodaje manjšinskega deleža. V primeru, ko je ponudnik na podlagi ponudbe za prevzem pridobil 90% osnovnega kapitala ciljne družbe ali 90% delnic posameznega razreda, ima namreč:

- ponudnik pravico pridobiti preostalih 10% pod enakimi pogoji – pravica do iztisnitve (*angl. squeeze-out*),
- katerikoli od ostalih delničarjev, ki niso sprejeli ponudbe, pravico zahtevati od ponudnika, da odkupi njegove delnice pod enakimi pogoji – pravica odkupa manjšinskega deleža (*angl. sell-out*).

Poleg tega Zakon o gospodarskih družbah 1985 v 10. poglavju nalaga posebne dolžnosti direktorjem ciljne družbe v primerih, ko jim ponudnik za izgubo položaja zaradi prevzema ponuja določeno denarno nadomestilo. Direktorji morajo namreč o vseh podrobnostih take ponudbe (vključno z višino ponujenega nadomestila) obvestiti delničarje ciljne družbe in pridobiti njihovo soglasje. V nasprotnem primeru pripada celotno nadomestilo, ki ga je direktor prejel, delničarjem, ki so sprejeli ponudbo, direktorju pa se ob tem lahko izreče tudi denarna kazen (Davies, 2003, str. 747).

4.2.3. Odbor za prevzeme in združitve

Kot je bilo predhodno ugotovljeno, je v Veliki Britaniji poudarjen sistem samoregulacije, zato ima v postopkih koncentracije lastništva najpomembnejšo vlogo poseben organ, imenovan Odbor za prevzeme in združitve (v nadaljevanju Odbor) – *angl. The Panel on Takeovers and Mergers*. Odbor je bil ustanovljen leta 1968 na predlog angleške centralne banke (*angl. The Bank of England*) in londonske borze (*angl. The London Stock Exchange*), kot odgovor na vse pogostejše kritike na račun (zlasti z vidika manjšinskih delničarjev) nepoštenih postopkov prevzemov podjetij v

šestdesetih letih 20. stoletja. Člani Odbora so predstavniki najpomembnejših finančnih in gospodarskih institucij, pri čemer največ članov imenuje guverner angleške centralne banke (Daekin et al., 2002, str. 8).

Odbor je nevladen, samoregulativni organ, ki pa izvršuje regulatorne funkcije. Njegova najpomembnejša naloga je nadzor nad postopki koncentracije lastništva v javnih delniških družbah s sedežem v Veliki Britaniji in zagotavljanje preglednega in poštenega ravnanja vseh udeležencev na trgu vrednostnih papirjev. Pravilom Odbora so podvržene vse transakcije, katerih posledica so spremembe lastniške strukture v javnih delniških družbah. Vendar Odbor ne presoja finančnih ali drugih ekonomskih posledic koncentracije, saj so to zadeve, ki se tičejo družbe same in njenih lastnikov. Njegova naloga je zgolj zagotavljanje poštenega ravnanja vseh subjektov in enakopravnega obravnavanja delničarjev, še zlasti manjšinskih. Glavne značilnosti Odbora so njegova fleksibilnost, zanesljivost in hitrost, kar vzpostavlja učinkovit sistem, ki preprečuje različne možnosti zavlačevanja postopkov in zlorab (Forstinger, 2002, str. 119).

Ker gre za samoregulativni organ, Odbor nima nobenih zakonskih pooblastil, vendar so njegove odločitve za vse udeležence enako zavezujoče kot zakonska ureditev. Glavno orožje Odbora je javna kritika, vendar lahko kršitelje doletijo tudi konkretne sankcije s strani Odbora ali drugih nadzornih institucij, zlasti agencije za trg vrednostnih papirjev (*angl. Financial Services Authority*). Osebam, ki ne spoštujejo pravil Odbora, je zaradi velikega ugleda in avtoritete, ki jo Odbor ima, onemogočen dostop in uporaba kapitalskega trga. V Veliki Britaniji je namreč za opravljanje investicijskih poslov potrebno posebno dovoljenje, ki ga ni mogoče pridobiti, če oseba krši pravila Odbora. Prav tako se kršitve lahko sankcionirajo z omejitvijo ali odvzemom dovoljenja in denarnimi kaznimi. Poleg navedenega so udeleženci trga vrednostnih papirjev zavezani, da ne smejo sodelovati z družbo, ki ne upošteva pravil Odbora. V primeru, da se tega ne držijo, jim grozi izključitev iz borze (Kocbek, Samec, Vindiš, 2002, str. 387). Spoštovanje pravil Odbora je lahko tudi podlaga za ugotavljanje civilne ali kazenske odgovornosti.

Iz navedenega izhaja, da ima Odbor kljub temu, da praviloma ne more neposredno izvrševati pravnih sankcij, na razpolago dovolj mehanizmov, ki zagotavljajo, da so njegove odločitve v zadostni meri upoštevane in sankcionirane, s čimer je vzpostavljen učinkovit sistem, v okviru katerega je zagotovljeno pregledno ravnanje udeležencev na trgu vrednostnih papirjev, enakopravno obravnavanje vseh delničarjev in varstvo pravic manjšinskih delničarjev.

Vendar se glede statusa in položaja Odbora pripravljajo velike spremembe, ki so posledica sprejete evropske Direktive. Slednja namreč predpisuje, da morajo države članice določiti poseben državni organ ali kakšno drugo zasebno organizacijo, ki ima javno pooblastilo neposredno na podlagi zakona, ki je pristojna za nadzor nad ponudbami (1. odstavek 4. člena Direktive). Ker Odbor teh pogojev ne izpolnjuje, saj ni ne državni organ, ne organizacija, ki bi imela javna pooblastila na podlagi zakona, predlog Zakona o reformi gospodarskega prava (*angl. Company Law Reform Bill*) vzpostavlja zakonsko podlago za njegovo delovanje, pri čemer pa ohranja veliko stopnjo njegove avtonomije in osrednjo vlogo pri nadzoru v postopkih koncentracije lastništva (617. – 640. člen zakona). Na ta način bo položaj Odbora usklajen z zahtevami evropske Direktive, ne da bi bilo potrebno pretirano posegati v vsebinski del njegovih pristojnosti.

4.2.4. Kodeks o prevzemih in združitvah

4.2.4.1. Pravna narava, veljavnost in struktura

Glede na predhodno opredeljen sistem samoregulacije je področje koncentracije lastništva v Veliki Britaniji v največji meri urejeno s Kodeksom o prevzemih in združitvah (v nadaljevanju Kodeks) – *angl. The City Code on Takeovers and Mergers*, ki je bil v okviru Odbora prvič sprejet leta 1968 ter kasneje večkrat spremenjen in dopolnjen. Ker ne gre za akt državnega organa, je glavna značilnost Kodeksa, da nima narave in moči zakona. Kljub temu je bil Kodeks v Veliki Britaniji splošno sprejet in priznan tudi s strani državnih in drugih organov z javnimi pooblastili, zato lahko ugotovimo, da ima dejansko moč zakona (Murley et al., 2004, str. 10).

Namen Kodeksa je po eni strani zagotoviti pošteno in enakopravno obravnavanje vseh udeležencev na trgu vrednostnih papirjev, po drugi strani pa določa jasen okvir znotraj katerega se izvajajo postopki koncentracije lastništva. Glede na povedano želi Kodeks zlasti zagotoviti svobodno odločitev delničarjev z obširnimi informacijami in nevtralnostjo uprave, enako obravnavanje delničarjev pri vseh oblikah pridobivanja kontrole, ter zagotovitev poštenega trga z delnicami udeleženih družb (Kocbek, Samec, Vindiš, 2002, str. 383).

Kodeks se uporablja za vse primere prevzemov, združitvev in drugih oblik koncentracije lastništva, pri katerih prihaja do sprememb lastniške strukture in posledično do pridobivanja ali utrjevanja nadzora v določenem podjetju. K spoštovanju pravil Kodeksa so zavezani vsi, ki želijo pridobiti ali utrditi nadzor nad

določeno ciljno družbo, ki ima status javne delniške družbe (*angl. public company*), ne glede na to, ali njene delnice kotirajo na borzi ali ne in ki ima sedež v Veliki Britaniji, na Kanalskih otokih ali na otoku Man. Poleg tega velja Kodeks tudi za nejavne delniške družbe (*angl. private companies*), če so bile njihove delnice v zadnjih desetih letih javno ponujene (Murley et al., 2004, str. 17).

Z zvezi s pravno naravo Kodeksa pa je potrebno opozoriti, da se bo zaradi uskladitve z evropsko Direktivo, podobno kot v primeru Odbora, na podlagi Zakona o reformi gospodarskega prava (*angl. Company Law Reform Bill*) spremenila tudi njegova pravna narava, saj bo dobil zakonsko podlago, ki je do sedaj ni imel, poleg pa bo njegova vsebina usklajena z zahtevami evropske Direktive.

4.2.4.2. Temeljna načela

Temeljna načela (v nadaljevanju načela) – *angl. General Principles*, predstavljajo zapis splošnih smernic in standardov ravnanja vseh udeležencev v postopkih koncentracije lastništva. Uporabljajo se za vse transakcije za katere velja Kodeks, pri čemer je potrebno ugotoviti, da so formulirana zelo splošno, kar daje Odboru široke možnosti za njihovo razlago in uporabo v konkretnih primerih, vse z namenom in v duhu doseganja temeljnih ciljev Kodeksa, t.j. poštenega in enakopravnega obravnavanja vseh udeležencev na trgu vrednostnih papirjev.

Iz temeljnih načel izhaja, da mora ponudnik enako obravnavati vse delničarje ciljne družbe, ki pripadajo istemu razredu delnic (prvo načelo), zato se ponudniku in ciljni družbi prepoveduje, da bi posredovala določene informacije zgolj nekaterim delničarjem, če ne gre za informacije, ki so dostopne vsem delničarjem (drugo načelo).

Ponudniki so zavezani k resnosti njihove ponudbe, saj tretje načelo od njih zahteva, da objavijo javno ponudbo šele, ko imajo resen namen in dejanske zmožnosti postopek izpeljati do konca.

Četrto načelo je usmerjeno k zagotavljanju zadostne informiranosti delničarjev, saj določa, da morajo biti delničarjem zagotovljene vse potrebne informacije, na podlagi katerih se bodo lahko ustrezno odločali. Prav tako jim mora biti dan na razpolago primeren čas za odločitve. V tej zvezi je pomembno tudi peto načelo, ki zahteva od ponudnika in uprave ciljne družbe, da vse dokumente in prospekt, ki so naslovljeni na delničarje, pripravita z največjo stopnjo skrbnosti in točnosti.

Navidezni posli so prepovedani, saj šesto načelo določa, da morajo vsi udeleženi subjekti z vsemi močmi delovati proti navideznemu trgovanju z delnicami ponudnika ali ciljne družbe in se morajo vzdržati kakršnihkoli izjav, ki bi lahko zavajale delničarje ali celoten borzni trg. V tej zvezi so omejena tudi ravnanja uprave ciljne družbe potem ko je bila dana prevzemna ponudba, saj brez soglasja skupščine delničarjev prepoveduje kakršnakoli ravnanja uprave, ki bi lahko imela za posledico preklic ponudbe oziroma ki bi lahko odvzela delničarjem možnost odločanja o njej (sedmo načelo).

Osmo načelo nalaga večinskim delničarjem, da svoja upravičenja izvršujejo v dobri veri in jim prepoveduje kakršnokoli zatiranje manjšine. Gre za klasično prepoved zlorabe prevladujočega položaja večinskih delničarjev, ki morajo ne glede na svoj položaj v družbi delovati v korist družbe kot celote in ne smejo svojih interesov uveljavljati na račun pravic in interesov manjšine. Podobno morajo člani uprave ciljne družbe v vsakem trenutku delovati v skladu z interesi delničarjev ciljne družbe in ne v skladu s svojimi osebnimi interesi (deveto načelo).

Deseto načelo določa obvezno javno ponudbo kot osrednji institut Kodeksa, saj določa, da mora v primeru, ko ena oseba ali več medsebojno povezanih oseb pridobi nadzor nad določenim podjetjem praviloma dati javno ponudbo vsem ostalim delničarjem za odkup vseh delnic (Murley et al., 2004, str. 23).

4.2.4.3. Obvezna ponudba

Z vidika varstva pravic manjšinskih delničarjev ima v Kodeksu osrednji pomen institut obvezne ponudbe (*angl. mandatory offer*). Kodeks namreč določa, da je (razen s soglasjem Odbora) potrebno dati ponudbo, ki je naslovljena na vse delničarje, ne glede na razred njihovih delnic:

- če določena oseba (skupaj s povezanimi osebami) pridobi delnice, ki zagotavljajo 30% ali več glasovalnih pravic ciljne družbe,
- če določena oseba (skupaj s povezanimi osebami), ki že razpolaga z delnicami, ki zagotavljajo vsaj 30% vendar ne več kot 50% glasovalnih pravic ciljne družbe, pridobi nove delnice, ki povečajo odstotek njenih glasovalnih pravic, pri čemer zadostuje že ena sama na novo pridobljena delnica – utrjevanje kontrole (pravilo 9.1).

V primeru obvezne ponudbe gre torej za klasično ureditev varstva pravic manjšinskih delničarjev v primeru pridobivanja ali utrjevanja kontrolnega deleža v določeni družbi. Če želi potencialni prevzemnik pridobiti ali utrditi kontrolni delež v ciljni družbi, mora

vsem delničarjem te družbe dati možnost, da mu svoje delnice prodajo in iz družbe izstopijo.

Za obvezno ponudbo veljajo posebna pravila in dodatne omejitve, ki pri drugih načinih pridobivanja delnic niso predpisane. Tako obvezna ponudba ne sme vsebovati nobenih pogojev (biti mora nepogojna), kar pomeni, da ponudnik njene veljavnosti ne sme pogojevati z izpolnitvijo kakršnihkoli pogojev, razen enega pogoja, ki ga predpisuje Kodeks. Ta določa, da mora v primeru obvezne ponudbe (razen če Odbor odloči drugače) ponudbo sprejeti tako število delničarjev, da bo ponudnik (in z njim povezane osebe) po končanem postopku razpolagal z delnicami, ki mu zagotavljajo vsaj 50% glasovalnih pravic ciljne družbe (pravilo 9.3). Če ponudnik tega pogoja ne izpolni, se šteje, da ponudba ni uspela in mora ponudnik bodisi objaviti novo ponudbo bodisi zmanjšati svoj delež pod višino prevzemnega praga. Iz navedenega izhaja, da se postopek z obvezno ponudbo praviloma (razen s soglasjem Odbora) ne more končati tako, da bi ponudnik v času trajanja ponudbe sicer pridobil določeno število delnic, vendar bi skupaj z delnicami, s katerimi je razpolagal že pred objavo ponudbe, še vedno razpolagal z manj kot 50% glasovalnih pravic. V tem primeru bi se namreč štelo, da ponudba ni uspela. To seveda ne pomeni, da v Veliki Britaniji na podlagi javne ponudbe ni mogoče pridobiti delnic, ki bi ponudniku zagotavljale med 30% in 50% glasovalnih pravic, vendar na podlagi obvezne ponudbe to praviloma ni mogoče. Tak delež je mogoče pridobiti v postopku obvezne ponudbe le s pridobitvijo izrecnega soglasja Odbora (pravilo 9.3) ali pa v postopku delne ponudbe (poglavje 4.2.4.5.).

Poleg pravil o pogojevanju ponudbe se dodatne omejitve pri obvezni ponudbi nanašajo tudi na določanje cene. Ponudnik mora pri obvezni ponudbi za delnice vedno ponuditi izplačilo v denarju (vsaj kot alternativo), pri čemer ponujena cena za delnice posameznega razreda ne sme biti nižja od najvišje cene, ki jo je ponudnik (ali z njim povezane osebe) plačal za delnice tega razreda v času trajanja ponudbe in 12 mesecev pred njeno objavo (pravilo 9.5).

Kodeks predpisuje tudi sankcije, če pravila o obvezni ponudbi niso spoštovana. V primeru, da so izpolnjeni pogoji za obvezno ponudbo, imetnik kvalificiranega deleža pa ponudbe ne objavi, ne more brez soglasja Odbora imenovati svojega člana v upravo ciljne družbe, niti ne more izvrševati glasovalnih pravic iz vseh delnic ciljne družbe s katerimi razpolaga, vse dokler ne objavi ponudbe za odkup vseh delnic (pravilo 9.7). Kodeks torej zagotavlja ustrezno sankcioniranje v primeru kršitve pravil o obvezni ponudbi, saj imetnik kvalificiranega deleža, ki postopka obvezne ponudbe ne izvede, izgubi vsa upravljalna upravičenja v ciljni družbi. Brez soglasja Odbora namreč ne more imenovati članov uprave ciljne družbe, niti ne more izvrševati

glasovalnih pravic iz delnic ciljne družbe. Kodeks torej izrecno opredeljuje zgolj izgubo upravljalških pravic, ne določa pa sankcije z izgubo drugih, zlasti premoženjskih upravičenj, ki pripadajo imetnikom delnic.

Glede na navedeno je mogoče ugotoviti, da se ureditev obvezne ponudbe v Veliki Britaniji ne razlikuje bistveno od ureditve v Sloveniji (na podlagi ZPre). V obeh ureditvah je podobno določen prevzemni prag v primeru pridobivanja kontrolne (30% v Veliki Britaniji in 25% v Sloveniji) in utrjevanja kontrole (med 30% in 50% v Veliki Britaniji in med 25% in 45% v Sloveniji). Prav tako je ureditev primerljiva glede določanja cene, le da je v Veliki Britaniji ponudnik nekoliko bolj omejen tako pri določanju višine cene (najvišja cena po kateri je pridobil delnice v času trajanja ponudbe in 12 mesecev pred njeno objavo – v Sloveniji najvišja cena po kateri je pridobil delnice v zadnjih šestih mesecih pred objavo ponudbe, vendar samo če je v tem času pridobil več kot 10% delnic ciljne družbe) kot tudi pri izbiri načina izplačila, saj mora v Veliki Britaniji (vsaj kot alternativo) vedno ponuditi izplačilo cene v denarju, medtem ko lahko v Sloveniji namesto izplačila cene v denarju praviloma ponudi tudi nadomestne vrednostne papirje.

Ureditev obvezne ponudbe v Veliki Britaniji pa se bistveno razlikuje od ureditve v Sloveniji v dveh elementih. V Veliki Britaniji je namreč že s Kodeksom (torej neodvisno od volje ponudnika) določen 50% prag uspešnosti ponudbe kot pogoj za njeno veljavnost (kar predstavlja zahteven pogoj v vidika ponudnika), medtem ko lahko v Sloveniji ponudnik brez kakršnihkoli omejitev sam določi prag njene uspešnosti, in sicer v razponu od 25% do 100%. Ključna razlika med obema ureditvama pa je glede sankcioniranja, saj je v Veliki Britaniji za kršitelje predpisana sankcija z izgubo glasovalnih pravic iz vseh delnic ciljne družbe, s katerimi kršitelj razpolaga, medtem ko v Sloveniji kršitelj izgubi glasovalne pravice zgolj iz delnic, pridobljenih v nasprotju z zakonom. To pomeni, da je ureditev sankcioniranja v Veliki Britaniji bistveno strožja in zato tudi bistveno bolj učinkovita, saj kršitelju z odvzemom upravljalških pravic iz vseh delnic ciljne družbe onemogoča kakršnokoli sodelovanje pri upravljanju ciljne družbe, medtem ko v Sloveniji pridobitelj še vedno lahko izvršuje upravljalške pravice iz delnic, ki jih je imel pred nezakonito pridobitvijo delnic, kar postavlja pod vprašaj učinkovitost celotne ureditve (več o tem v poglavju 6.2.2.1.).

4.2.4.4. Prostovoljna ponudba

Druga oblika ponudbe, ki jo ureja Kodeks, je prostovoljna ponudba (*angl. voluntary offer*), t.j. ponudba, ki jo objavi ponudnik prostovoljno, ne da bi bil k temu zavezan na podlagi Kodeksa (Kocbek, Samec, Vindiš, 2002, str. 386). Pri oblikovanju te ponudbe

velja manj omejitev kot v primeru obvezne ponudbe, vendar mora tudi prostovoljna ponudba, če je objavljena, izpolnjevati določene pogoje, ki ponudnika omejujejo, vse z namenom zagotavljanja enakopravnega obravnavanja vseh delničarjev ciljne družbe (Davies L. Paul, 2003, str. 723).

Če je v primeru obvezne ponudbe ponudnik omejen pri določanju pogojev in je edini pogoj za veljavnost ponudbe določen s Kodeksom (50% prag uspešnosti ponudbe), lahko v primeru prostovoljne ponudbe ponudnik določi tudi druge pogoje, ki pa ne smejo biti odvisni od izključne volje ponudnika (pravilo 13), zlasti višji prag uspešnosti ponudbe (*angl. acceptance condition*). Ponudniki tako pogosto določajo 90% prag uspešnosti ponudbe, saj lahko po pridobitvi 90% delnic ciljne družbe na podlagi pravice do iztisnitve od ostalih delničarjev zahtevajo prodajo njihovih delnic. Edina omejitev, ki jo v zvezi z določanjem praga uspešnosti ponudbe predpisuje Kodeks je, da mora pridobitelj v primeru objave prostovoljne ponudbe, na podlagi katere bi (če bi bila sprejeta v celoti) pridobil več kot 50% glasovalnih pravic ciljne družbe, pridobiti tako število delnic, ki mu zagotavljajo več kot 50% glasovalnih pravic te družbe (pravilo 10), kar pomeni, da mora pridobiti tako število delnic, da mu zagotavljajo nadzor nad ciljno družbo, sicer ponudba ni uspešna (Davies L. Paul, 2003, str. 723).

Tudi v primeru prostovoljne ponudbe ponudnik ni povsem svoboden pri določanju cene, saj mora ponuditi izplačilo cene v denarju, če je v času trajanja ponudbe ali 12 mesecev pred njeno objavo, za denar pridobil 10% ali več delnic ciljne družbe (pravilo 11.1).

4.2.4.5. Delna ponudba

Kodeks v pravilu 36 ureja delno ponudbo (*angl. partial offer*), t.j. ponudbo, na podlagi katere se ponudnik zaveže pridobiti delnice ciljne družbe zgolj do določenega deleža, ne pa vseh delnic, zaradi česar mora za delno ponudbo vedno pridobiti soglasje Odbora.

Odbor bo praviloma dal soglasje k delni ponudbi, na podlagi katere ponudnik ne bi mogel pridobiti delnic, ki bi mu zagotavljale 30% ali več glasovalnih pravic ciljne družbe (pravilo 36.1). Taka delna ponudba namreč ni problematična, saj z njo ponudnik ne more preseči prevzemnega praga 30%, pri katerem sicer nastopi dolžnost dajanja obvezne ponudbe.

Soglasje Odbora pa praviloma ne bo dano k delni ponudbi, na podlagi katere bi ponudnik lahko pridobil delnice, ki bi mu zagotavljale 30% ali več, vendar manj kot

100% glasovalnih pravic ciljne družbe, če je ponudnik ali z njim povezane osebe pridobil (posamezno ali v večjem številu) delnice ciljne družbe v obdobju 12 mesecev preden je zaprosil za soglasje Odbora ali če je pridobil delnice v času, ko je o delni ponudbi že resno razmišljal (pravilo 36.2). Ponudnik bi se namreč z objavo take delne ponudbe, kljub prekoračitvi prevzemnega praga, lahko izognil dolžnosti dajanja obvezne ponudbe, zato je odklonilno stališče Odbora razumljivo (Murley et al., 2004, str. 265).

V primeru delne ponudbe, na podlagi katere bi ponudnik lahko pridobil delnice, ki bi mu zagotavljale najmanj 30%, vendar ne več kot 50% glasovalnih pravic ciljne družbe, mora ponudnik navesti natančno število delnic, na katere se ponudba nanaša, pri čemer morajo ponudbo sprejeti delničarji z najmanj navedenim številom delnic (pravilo 36.4).

Glede na naravo delne ponudbe (ki omogoča pridobivanje znatnega deleža v ciljni družbi brez objave ponudbe za odkup vseh delnic) je z vidika varstva pravic manjšinskih delničarjev ključnega pomena pravilo, ki določa, da morajo delno ponudbo, na podlagi katere bi ponudnik lahko pridobil delnice, ki bi mu zagotavljale 30% ali več glasovalnih pravic ciljne družbe, odobriti delničarji ciljne družbe, ki so imetniki več kot 50% delnic z glasovalno pravico, pri čemer se ne upoštevajo delnice, s katerimi razpolaga ponudnik ali z njim povezane osebe. Ta pogoj se lahko opusti samo, če razpolaga en sam delničar z več kot 50% glasovalnih pravic ciljne družbe (pravilo 36.5). Na ta način so zavarovani interesi delničarjev ciljne družbe, saj ponudnik brez njihovega večinskega soglasja ne bo mogel objaviti delne ponudbe, na podlagi katere bi lahko pridobil več kot 30% delnic ciljne družbe.

V tej zvezi Kodeks še dodatno predpisuje, da mora ponudnik, ki bi na podlagi delne ponudbe lahko pridobil delnice, ki bi mu zagotavljale več kot 50% glasovalnih pravic ciljne družbe, v ponudbenem dokumentu to izrecno in jasno opredeliti, z dodanim opozorilom, da v primeru uspešnosti take ponudbe ne bo zavezan kasneje objaviti ponudbe za odkup vseh delnic (pravilo 36.6). To opozorilo je izjemno pomembno, saj bo v primeru, ko bo ponudnik na podlagi delne ponudbe pridobil kontrolni delež v ciljni družbi, praviloma izgubil interes za nadaljnje pridobivanje delnic te družbe, prav tako pa bodo ta interes praviloma izgubili tudi drugi potencialni kupci delnic, zato bo povpraševanje po delnicah ciljne družbe po vsej verjetnosti upadlo, kar bo pomenilo tudi padec njihove cene in zato manjšo vrednost premoženja delničarjev, ki ponudbe ne bodo sprejeli. Zaradi tega je potrebno delničarje ciljne družbe ob objavi take delne ponudbe na njene posledice jasno opozoriti.

Da bi se tudi v postopku delne ponudbe zagotovilo enakopravno obravnavanje vseh delničarjev, Kodeks izrecno predpisuje, da mora biti delna ponudba, kljub omejenemu obsegu, naslovljena na vse delničarje posameznega razreda delnic. V primeru, da jo sprejmejo delničarji z večjim številom delnic, kot znaša njen obseg, pa mora ponudnik obravnavati vse delničarje enako, zato mora odkupiti delnice proporcionalno od vseh delničarjev, ki so ponudbo sprejeli, tako da doseže skupno število delnic, ki se jih je z delno ponudbo zavezal odkupiti (pravilo 36.7). Na ta način je onemogočeno, da bi ponudnik dosegel dogovor zgolj z določenimi delničarji in bi samo od njih odkupil delnice, na ostale delničarje pa ponudba za odkup sploh ne bi bila naslovljena. Značilnost delne ponudbe je torej v tem, da je omejena zgolj v številu delnic, na katere se nanaša in ne na določen krog delničarjev, saj mora biti naslovljena na vse (Murley et al., 2004, str. 287).

Da bi se preprečile zlorabe instituta delne ponudbe Kodeks poleg predhodno navedenih omejitev določa tudi omejitve v zvezi s pridobivanjem delnic ciljne družbe v času trajanja in po izteku delne ponudbe. Tako v času trajanja delne ponudbe ponudnik in z njim povezane osebe ne smejo pridobivati delnic ciljne družbe, v primeru uspeha take ponudbe pa ponudnik ali z njim povezane osebe, razen s soglasjem Odbora, ne smejo pridobivati delnic ciljne družbe tudi v obdobju 12 mesecev po izteku njenega trajanja (pravilo 36.3).

Glede na številne omejitve je mogoče ugotoviti, da Kodeks ni posebej naklonjen institutu delne ponudbe, zato so take ponudbe v praksi razmeroma redke (Davies L. Paul, 2003, str. 732).

4.2.4.6. Postopek v zvezi s prevzemno ponudbo

Kodeks vsebuje natančna postopkovna pravila, ki jih morajo upoštevati vsi subjekti v postopku prevzemne ponudbe. Kodeks posebno pozornost namenja obveščanju zainteresiranih oseb in javnosti, s čimer sta zagotovljena preglednost postopkov in enakopravno obravnavanje vseh delničarjev. Pri tem je poudarjena popolna zaupnost vseh informacij v zvezi s ponudbo pred objavo namere za ponudbo (pravilo 2.1). Splošno pravilo Kodeksa se glasi, da morajo biti vse informacije o družbah, udeleženih v ponudbi, enako dostopne vsem delničarjem kar se da istočasno in na enak način (pravilo 20.1). Delničarjem morajo biti s strani ponudnika pravočasno zagotovljene vse potrebne informacije, na podlagi katerih se bodo lahko ustrezno odločali o ponudbi (pravilo 23). Vsi dokumenti, objave in izjave morajo dosegati najvišje standarde točnosti, informacije, ki jih vsebujejo, pa morajo biti podane

ustrezno in pravično (pravilo 19.1). Vsi udeleženi subjekti se morajo izogibati izjavam, ki bi utegnile zavajati delničarje in trg ali bi lahko vnašale negotovost (pravilo 19.3).

Postopek ponudbe se začne z objavo namere za ponudbo, ki mora vsebovati tudi zagotovilo ustrezne finančne institucije, da razpolaga ponudnik z zadostnimi sredstvi, da bo v primeru sprejema ponudbe s strani vseh delničarjev sposoben v celoti izpolniti ponudbo (pravilo 2.5). S trenutkom objave namere za ponudbo začnejo teči roki za ponudbo, saj mora biti prospekt objavljen v nadaljnjem roku 28 dni (pravilo 30.1). O ponudbi mora ponudnik najprej obvestiti upravo ciljne družbe. Če identiteta ponudnika ali potencialnega ponudnika dotlej še ni znana, jo je potrebno nemudoma razkriti (pravilo 1).

Prospekt je temeljni dokument ponudbe, ki ga mora ponudnik objaviti zato, da se bodo imeli delničarji ciljne družbe možnost celovito seznaniti s ponudbo in na tej podlagi sprejeti ustrezno odločitev. Prospekt mora vsebovati vse podatke, na podlagi katerih se lahko imetniki vrednostnih papirjev ciljne družbe odločijo o ponudbi (vrednostni papirji, cena, morebitni dogovori z upravo itd), med obveznimi sestavinami prospekta pa je kot zanimivost mogoče izpostaviti uvodno izjavo, ki se glasi: *»Če ste v dvomu glede te ponudbe, se posvetujte z neodvisnim finančnim svetovalcem«*. Poleg tega se od ponudnika pričakuje, da v bo prospektu pojasnil svoje namene v zvezi z nadaljnjim poslovanjem ciljne družbe, večjimi spremembami v poslovanju in glede politike zaposlovanja (pravilo 24.1).

Uprava ciljne družbe mora o vsaki ponudbi v roku 14 dni (pravilo 30.2) objaviti svoje mnenje (pravilo 25.1), v katerem mora med drugim sporočiti ali nameravajo njeni člani sprejeti ponudbo (pravilo 25.3). Razkriti mora dokumente o stanju in poslovanju družbe (pravilo 26). Poleg tega mora uprava o ponudbi pridobiti neodvisno mnenje in z njegovo vsebino seznaniti vse delničarje (pravilo 3.1). Pridobitev neodvisnega mnenja je pomembna zlasti v primerih menedžerskih odkupov, kjer uprava ne more delovati povsem nepristransko, saj v postopku zasleduje tudi lastne interese, s pridobitvijo neodvisnega mnenja pa se delničarjem zagotavlja možnost, da na podlagi nepristranskih informacij sprejmejo ustrezno odločitev o ponudbi.

Če je v ciljni družbi več razredov delnic, Kodeks zaradi enakega obravnavanja vseh delničarjev predpisuje, da mora ponudnik objaviti ponudbo, ki bo primerljiva za vse razrede delnic, ne glede na to ali gre za delnice z glasovalno pravico ali brez glasovalnih pravic. Ponudba za odkup se torej v Veliki Britaniji (za razliko od Slovenije) nanaša tudi na delnice brez glasovalnih pravic.

Rok za sprejem ponudbe znaša najmanj 21 dni od dneva objave prospekta (pravilo 31.1) in ga je v času trajanja ponudbe mogoče podaljšati, o čemer je potrebno delničarje, ki še niso sprejeli ponudbe, ustrezno obvestiti najmanj 14 dni pred iztekom roka (pravilo 31.2). V vsakem primeru mora biti morebiten prag uspešnosti ponudbe (*angl. acceptance condition*) dosežen najkasneje 60. dan po objavi prospekta, sicer se šteje, da ponudba ni uspela (pravilo 31.6). Ko je prag uspešnosti ponudbe dosežen, se rok za sprejem ponudbe podaljša za najmanj 14 dni (pravilo 31.4), da lahko tudi ostali delničarji, ki so ponudbi prej morda nasprotovali, ponudbo sprejmejo, saj takrat ni več dvoma, da je uspela.

Ponudnik je dolžan najkasneje do 8 ure zjutraj naslednjega delovnega dne, po dnevu izteka ponudbe, objaviti število in odstotek delnic, ki jih je pridobil na podlagi sprejema ponudbe ter število in odstotek delnic, ki jih je imel v lasti pred začetkom trajanja ponudbe (pravilo 17.1). V primeru kršitev navedenega pravila so predpisane stroge sankcije, saj lahko borza vrednostnih papirjev odloči, da se začasno prepove trgovanje z delnicami ciljne družbe in po potrebi tudi trgovanje z delnicami ponudnika, vse do objave zahtevanih informacij (pravilo 17.2). Gre namreč za cenovno občutljive informacije o izidu ponudbe, ki morajo biti sočasno in takoj dostopne vsem delničarjem.

Da bi se preprečila zloraba instituta lastnih delnic se vsako pridobivanje lastnih delnic s strani družbe, katerega posledica je povečanje deleža glasovalnih pravic ostalih delničarjev, šteje kot pridobitev delnic v skladu s pravilom 9 in ima v primeru prekoračitve prevzemnega praga za posledico obveznost objave ponudbe za odkup vseh delnic te družbe (pravilo 37.1). Gre za izjemno pomembno in smiselno pravilo, ki zlasti preprečuje, da bi uprava s sredstvi družbe kupovala lastne delnice, s čimer bi se posledično povečal delež glasovalnih pravic ostalih delničarjev, ki bi na tak način lahko pridobili kontrolni delež v družbi, ne da bi objavili ponudbo za odkup. O uvedbi navedenega pravila bi bilo smiselno razmisliti tudi v Sloveniji, saj bi s tem preprečili zlorabo instituta lastnih delnic za namene pridobivanja nadzora v podjetjih (primer BTC d.d.).

Kodeks prepoveduje tudi določene obrambne mehanizme, s katerimi bi uprava ciljne družbe ovirala ponudnika. Tako je v času trajanja ponudbe oziroma tudi pred njenim začetkom, če iz vseh okoliščin izhaja, da bo ponudba podana, upravi ciljne družbe brez odobritve skupščine delničarjev prepovedano povečati osnovni kapital z izdajo novih delnic; izdati opcije za neizdane delnice; izdati vrednostne papirje, ki zagotavljajo pravice za zamenjavo ali vpis delnic; prodati, razpolagati ali pridobiti premoženje znatne vrednosti; sklepati pogodb izven rednega poslovanja družbe (pravilo 21.1) ali pridobivati lastne delnice (pravilo 37.3).

4.2.5. Pravila o pridobivanju večjih deležev delnic

4.2.5.1. Pravna narava in veljavnost

Poleg Kodeksa imajo v Veliki Britaniji dopolnilno vlogo tudi Pravila o pridobivanju večjih deležev delnic (v nadaljevanju Pravila) – *angl. The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares (SARs)*, ki so bila s strani Odbora sprejeta kot odziv na prevzemno taktiko »*Dawn Raid*«, ki se je na borzi uporabljala leta 1980. Glavna značilnost te taktike je bila, da je bil v določeni družbi v nekaj minutah pridobljen strateški paket delnic, in sicer zlasti s strani institucionalnih delničarjev (skladi itd) kot prodajalcev, ki so stalno prisotni na trgu. Nakupi so se ustavili malo pod mejo 30%, torej pod prevzemnim pragom, ki ga za obvezno ponudbo predpisuje Kodeks. Na ta način se je pridobivanje delnic z navedeno taktiko zelo približalo prevzemni ponudbi naslovljeni le na določene delničarje, ki so lahko unovčili premijo za strateški paket delnic, večina delničarjev pa te možnosti ni imela (Kocbek, Samec, Vindiš, 2002, str. 383).

Glede na povedano je temeljni namen Pravil upočasniti pridobivanje delnic, ki zagotavljajo več kot 15%, vendar manj kot 30% glasovalnih pravic. Pravila se uporabljajo za vse javne delniške družbe, ki kotirajo na borzi. Značilnost Pravil je, da so bolj fleksibilna od Kodeksa, saj niso oblikovana v strogem formalnem jeziku, zato jih lahko Odbor tolmači in prilagaja glede na različne situacije, zlasti če ugotovi, da bi bila njihova uporaba pretirano omejevalna.

4.2.5.2. Omejitve in pogoji pri pridobivanju večjih deležev delnic

Pravila določajo, da je, razen v izrecno določenih primerih, v 7 zaporednih dneh prepovedano pridobiti delnice, ki zagotavljajo 10% ali več glasovalnih pravic, če tako pridobljene delnice skupaj z delnicami, ki jih pridobitelj že ima, zagotavljajo 15% ali več, vendar manj kot 30% glasovalnih pravic ciljne družbe (pravilo 1). To pomeni, da je do višine 15% glasovalnih pravic dovoljeno pridobivanje delnic brez kakršnihkoli omejitev, če pa želi določena oseba pridobiti 15% ali več (vendar manj kot 30%) glasovalnih pravic, lahko v 7 zaporednih dneh pridobi največ 10% takih delnic.

Izjeme od navedenega pravila so dovoljene samo:

- če pridobitelj pridobi delnice s strani enega delničarja, če je to edina pridobitev v obdobju 7 dni,
- če je pridobitelj objavil javno ponudbo v skladu s pravilom 4 (poglavje 4.2.5.3.),

- neposredno pred objavo resne namere za objavo ponudbe, pod pogojem, da gre za nepogojno ponudbo in njen sprejem priporoči uprava ciljne družbe (pravilo 2).

Pravila določajo tudi obveznost obveščanja o pridobivanju kvalificiranega deleža, saj mora pridobitelj ciljni družbi in Odboru najkasneje do 12.00 ure naslednjega delovnega dne po dnevu pridobitve javno razkriti pridobitev delnic če:

- na podlagi pridobljenih delnic skupaj s predhodno pridobljenimi delnicami razpolaga s 15% ali več glasovalnih pravic,
- že razpolaga s 15% ali več glasovalnih pravic in pridobi nove delnice, ki povečajo njegov delež glasovalnih pravic za 1% (pravilo 3).

4.2.5.3. Javna ponudba

Javna ponudba (*angl. tender offer*) je poseben institut, ki se uporablja kot ena od izjem od siceršnje prepovedi pridobivanja delnic, ki je predpisana v pravilu 1. Ob tem je potrebno poudariti, da v primeru javne ponudbe ne gre za posebno prevzemno ponudbo, ki bi bila alternativa ponudbam, ki jih ureja Kodeks, ampak gre izključno za izjemo od pravila 1, zato javna ponudba ne more biti naslovljena na 30% ali več delnic ciljne družbe z glasovalno pravico (Murley et al., 2004, str. 412).

Ponudnik mora javno ponudbo objaviti v obliki časopisnega oglasa in o njej obvestiti ciljno družbo najmanj 7 dni pred njenim iztekom (pravilo 4.1). Javna ponudba mora poleg drugih sestavin (cena, čas trajanja ponudbe itd) vsebovati tudi podatek o številu ali deležu delnic, ki so predmet ponudbe (pravilo 4.2).

Pravila izrecno določajo, da mora ponudnik vse delničarje obravnavati enako (pravilo 4.1). Javna ponudba ne sme vsebovati nobenega pogoja razen pogoja, da ponudba ni veljavna, če je ne sprejmejo delničarji, katerih delnice zagotavljajo vsaj 1% glasovalnih pravic (ponudnik lahko določi tudi višji delež, vendar mora za določitev deleža, ki presega 5% pridobiti soglasje Odbora) (pravilo 4.2). Z javno ponudbo lahko ponudnik ponudi izplačilo izključno v denarju (pravilo 4.1). V času trajanja ponudbe in do objave njenih rezultatov ponudnik ali z njim povezane osebe ne smejo pridobivati ali prodajati delnic ciljne družbe, ki zagotavljajo glasovalne pravice (pravilo 4.5).

Glede na povedano je mogoče ugotoviti, da se z institutom javne ponudbe zagotavlja pregledno pridobivanje kvalificiranega deleža delnic ciljne družbe, ob upoštevanju enakopravnega obravnavanja vseh delničarjev.

4.3. Italija

4.3.1. Zgodovinski razvoj

Italija s primerjalnopravnega vidika razmeroma dolgo ni imela zakonsko urejenih prevzemov družb. Šele po sporni in sovražni prevzemni ponudbi v letu 1971, v času zakonskega vakuma, je glavni odbor milanske borze izdal Kodeks o postopkih pri prevzemih, ki pa je bil zgolj dispozitivne narave. Začetki zakonskega urejanja prevzemov segajo v leto 1974, ko je bil sprejet zakon št. 216, ki je bil temeljni zakon o vrednostnih papirjih v Italiji. Prevzemi so bili v tem zakonu omenjeni kot ena od možnih oblik sodelovanja javnosti na področju investicij, zlasti kar se tiče obveznih informacij investitorjem, kar je bilo urejeno z javnimi ponodbami za odkup in prodajo vrednostnih papirjev. Prav tako je bilo urejeno obvezno obveščanje javnosti ob pridobitvi kontrolnega deleža v družbi (Samec, 2001, str. 200).

Šele leta 1992 je bil sprejet zakon št. 149, ki je bil prvi celovit zakon o prevzemih. Obravnaval je veliko število različnih prevzemov (preventivni, naknadni, konsolidacijski in manjšinski prevzemi), ki so vsi pomenili urejen proces pridobivanja delnic ciljne družbe s strani ene ali več oseb. Glavna značilnost takratne zakonske ureditve je bil sistem variabilnega kontrolnega deleža, kar je italijansko ureditev razlikovalo od večine drugih evropskih držav, kjer je veljal sistem fiksnega kontrolnega deleža. Javna prevzemna ponudba je bila namreč obvezna, če je pridobitelj nameraval pridobiti delež delnic, večji od deleža dotlej največjega delničarja ali če je nameraval pridobiti nadaljnji delež delnic, večji od 20% deleža, ki ga je že imel, ali če je tako pridobljeni delež dosegal 2% celotnega osnovnega kapitala ciljne družbe (Samec, 2000, str. 247). Prevzemni prag torej ni bil jasno in v naprej fiksno določen, ampak se je od primera do primera razlikoval, zato je navedena ureditev v praksi povzročala številne težave, saj ni zagotavljala ustrezne pravne varnosti.

4.3.2. Državna komisija za družbe in borzo

Nadzor nad delovanjem trga vrednostnih papirjev v Italiji izvaja Državna komisija za družbe in borzo – *it. Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, s kratico CONSOB (v nadaljevanju CONSOB), ki je bila ustanovljena leta 1974. Njena temeljna naloga je skrb za pregledno in pravilno ravnanje vseh udeležencev na trgu vrednostnih papirjev in varstvo investitorjev. Njeno dejavnost lahko razdelimo na informativno in kontrolno. Informativna dejavnost je podlaga za kontrolo, njen namen pa je zagotavljanje čim popolnejših podatkov širokemu krogu potencialnih

investitorjev (Kocbek, Samec, Vindiš, 2002, str. 402). Tu gre zlasti za razkritje vseh relevantnih informacij investitorjem s strani družb, katerih delnice so uvrščene na borzo, ter za zagotavljanje točnosti tako objavljenih podatkov. CONSOB posebno pozornost usmerja tudi odkrivanju zlorab notranjih informacij, zato zaradi učinkovitejšega delovanja sodeluje s številnimi drugimi institucijami, zlasti Ministrstvom za finance, italijansko centralno banko, pravosodnimi organi, gospodarskimi združenji in podobno. Za primer kršitev pravil in odločitev CONSOB-a so predpisane številne sankcije v obliki prekrškov in celo kaznivih dejanj, kar vzpostavlja normativne pogoje za učinkovit sistem sankcioniranja.

4.3.3. Zakonodajna uredba št. 58

Zaradi predhodno izpostavljenih pomanjkljivosti ureditve prevzemov na podlagi zakona št. 149 iz leta 1992, je leta 1998 v Italiji začela veljati nova ureditev javnih ponudb. Sprejeta je bila zakonodajna uredba št. 58 – *it. Decreto legislativo Testo Unico Finanziario*, s kratico TUF (v nadaljevanju uredba št. 58). Dopolnjuje jo uredba št. 11971 (v nadaljevanju uredba št. 11971), ki jo je leta 1999 izdal CONSOB in ki podrobneje ureja določena vsebinska in postopkovna vprašanja.

Glavna značilnost nove ureditve je, da je mnogo enostavnejša od prejšnje, saj vsebuje le nekatera osnovna načela, hkrati pa je bolj pregledna in jasna od zakona št. 149, zlasti ker namesto sistema variabilnega kontrolnega deleža uvaja primerjalnopravno bolj utemeljen sistem fiksnega kontrolnega deleža. Temeljno izhodišče nove ureditve je zagotavljanje enakopravnega obravnavanja vseh imetnikov vrednostnih papirjev (92. člen uredbe št. 58).

4.3.3.1. Obvezna ponudba

Osrednji del veljavne ureditve predstavlja obvezna ponudba, ki je opredeljena kot ponudba za odkup vseh delnic ciljne družbe z glasovalno pravico, ki so uvrščene na organiziran trg v Italiji (1. odstavek 105. člena uredbe št. 58). Obvezno ponudbo mora dati vsaka oseba, ki skupaj s povezanimi osebami, na podlagi odplačne pridobitve:

- pridobi delnice ciljne družbe, ki presegajo 30% delnic z glasovalno pravico (1. odstavek 106. člena uredbe št. 58), razen če je te delnice pridobila na podlagi javne ponudbe (4. odstavek 106. člena uredbe št. 58),
- že razpolaga z več kot 30% vendar manj kot 50% delnic ciljne družbe z glasovalno pravico (3. odstavek 106. člena uredbe št. 58) in v nadaljnjih 12

mesecih pridobi več kot 3% delnic ciljne družbe z glasovalno pravico (46. člen uredbe št. 11971).

Obvezno ponudbo je potrebno dati v roku 30 dni po pridobitvi predhodno navedenega števila delnic, pri čemer ponujena cena ne sme biti nižja od aritmetične sredine povprečne tržne cene v zadnjih 12 mesecih in najvišje cene, na podlagi katere je ponudnik v tem času pridobil delnice istega razreda (2. odstavek 106. člena uredbe št. 58). V primeru, da ponudnik v času od objave namere za ponudbo do izplačila nadomestila za pridobljene delnice pridobi delnice ciljne družbe po višji ceni, kot znaša cena v ponudbi, mora ponujeno ceno uskladiti z najvišjo ceno, po kateri je pridobil te delnice (2. odstavek 42. člena uredbe št. 11971).

V določenih primerih pa kljub izpolnitvi pogojev za objavo obvezne ponudbe, ne nastane dolžnost dati ponudbo za odkup, in sicer:

- kadar imajo drugi delničarji večino v družbi, torej če poleg pridobitelja drug delničar ali z njim povezani delničarji razpolagajo z večino delnic z glasovalnimi pravicami, pri čemer mora pridobitelj CONSOB-u in javnosti zagotoviti, da nima kakršnihkoli dogovorov ali načrtov s temi delničarji,
- pri reševanju družb v finančnih težavah, če pride do povečanja osnovnega kapitala družbe zaradi prestrukturiranja dolga,
- kadar potekajo transakcije med povezanimi družbami,
- kadar pridobitelj pridobi delnice neodvisno od svoje volje,
- pri transakcijah, ki so začasne narave, in sicer če prevzemni prag 30% ni presežen za več kot 3% in se pridobitelj zaveže prodati presežek v roku 12 mesecev, v tem času pa ne izvršuje glasovalnih pravic – v primeru da delnic ne proda, je pridobitelj dolžan objaviti prevzemno ponudbo v skladu s pravili o obvezni ponudbi,
- pri združitvah ali razdružitvah (5. odstavek 106. člena uredbe št. 58 v zvezi z 49. členom uredbe št. 11971).

Italijanska ureditev pozna tudi posebno obliko obvezne ponudbe, t.i. residualno ponudbo oziroma ponudbo za odkup preostalih delnic, ki jo mora dati oseba, ki razpolaga z delnicami, ki predstavljajo več kot 90% kapitala družbe, razen če v obdobju 120 dni ponovno zagotovi tako količino delnic na trgu, da je omogočeno normalno trgovanje z njimi (1. odstavek 108. člena uredbe št. 58). Navedeno pravilo zagotavlja, da se z vrednostnimi papirji, ki so uvrščeni na borzo, aktivno trguje, zato morajo biti na trgu v zadostnem številu, da je omogočeno normalno trgovanje z njimi. Poleg tega se na ta način omogoča tudi izstop manjšinskim delničarjem. (Samec, 2001, str. 225). Ceno v takem primeru določi CONSOB (50. člen uredbe št. 11971). Tovrstnega instituta, kljub njegovi utemeljenosti, v Sloveniji ne poznamo.

Uredba št. 58 vsebuje tudi pravila o iztisnitvi manjšine iz družbe. Ponudnik, ki je na podlagi prevzemne ponudbe pridobil več kot 98% delnic z glasovalno pravico, lahko v roku 4 mesecev po izteku trajanja ponudbe, kupi preostale delnice te družbe, če je to možnost napovedal v prospektu (1. odstavek 111. člena uredbe št. 58). V tem primeru določi ceno preostalih delnic strokovnjak, ki ga imenuje predsednik sodišča, kjer ima sedež ciljna družba, upoštevajoč ceno v ponudbi in tržno ceno v zadnjih 6 mesecih (2. odstavek 111. člena uredbe št. 58). Pravica do iztisnitve je torej primerljivo urejena, pri čemer pa je potrebno ugotoviti, da v Italiji določen prag 98% presega z 2. odstavkom 15. člena Direktive predpisan prag (med 90% in 95%), zato bo morala Italija to določilo uskladiti z Direktivo.

4.3.3.2. Delna ponudba

Delna ponudba, ki predstavlja v Italiji izjemo od obvezne ponudbe za odkup, je ponudba, na podlagi katere se ponudnik zaveže pridobiti najmanj 60% delnic ciljne družbe z glasovalno pravico, vendar ne vseh delnic, kar pomeni, da lahko pridobi kontrolni delež v ciljni družbi, ne da bi dal ponudbo za odkup vseh delnic. Da uporaba instituta delne ponudbe ne bi omogočala zlorab, morajo biti izpolnjeni dodatni pogoji, da je delna ponudba dovoljena, in sicer da:

- ponudnik ali z njim povezane osebe, v času 12 mesecev pred obvestitvijo CONSOB-a in v času trajanja ponudbe, niso pridobili delnic, ki bi presegle 1% celotnega kapitala ciljne družbe,
- delno ponudbo odobri večina delničarjev ciljne družbe, pri čemer so iz glasovanja izključeni ponudnik; delničar, ki razpolaga z večino vseh delnic ciljne družbe; delničarji, ki razpolagajo z več kot 10% delnic ciljne družbe in z vsemi navedenimi povezane osebe,
- izjemo odobri CONSOB, potem ko preveri, da so izpolnjeni predhodno navedeni pogoji (1. odstavek 107. člena uredbe št. 58).

Poleg navedenega je ponudnik dolžan objaviti ponudbo za odkup vseh delnic, če v 12 mesecih po zaključku delne ponudbe sam ali s povezanimi osebami pridobi več kot 1% delnic ciljne družbe ali če pride v ciljni družbi do združitve ali razdružitve (3. odstavek 107. člena uredbe št. 58).

4.3.3.3. Prostovoljna ponudba

Prostovoljno ponudbo ureja uredba št. 58 v splošnih določbah o javnih ponudbah. Uporablja se v dveh primerih, in sicer v primeru ponudbe, ki jo lahko objavi, kdor v

javni delniški družbi še ni pridobil 30% deleža in v primeru ponudbe za odkup delnic nejavnih delniških družb, za katere ne veljajo pravila o obvezni ponudbi (Kocbek, Samec, Vindiš, 2002, str. 400).

Prostovoljna ponudba mora biti naslovljena pod enakimi pogoji na vse delničarje istega razreda (1. odstavek 103. člena uredbe št. 58), pri čemer ni predpisano minimalno število delnic, za katere se lahko da prostovoljna ponudba. Prav tako niso izrecno določene posledice, če ponudbo sprejmejo delničarji z večjim številom delnic, kot je znašala prvotna ponudba, vendar je iz splošnih pravil o enakem obravnavanju vseh delničarjev mogoče zaključiti, da lahko ponudnik v takem primeru od vseh delničarjev odkupi sorazmeren del ponujenih delnic, presežek pa vrne ali pa odkupi več delnic, kot je napovedal v ponudbi (Samec, 2001, str. 207). V nobenem primeru pa ponudnik ne more zmanjšati števila delnic, ki jih je s ponudbo nameraval kupiti (2. odstavek 43. člena uredbe št. 11971), saj mora biti ponudba nepreklicna (1. odstavek 103. člena uredbe št. 58). Ponudnik je pri določanju ponujenega nadomestila pri prostovoljni ponudbi prost, saj lahko ponudi denar, vrednostne papirje ali kombinacijo obojega (Kocbek, Samec, Vindiš, 2002, str. 401).

4.3.3.4. Postopek v zvezi s prevzemno ponudbo

Italijanska ureditev vsebuje razmeroma natančna postopkovna pravila v zvezi s prevzemno ponudbo, ki so povsem primerljiva z ureditvijo v Sloveniji in Veliki Britaniji, usklajena pa so tudi z evropsko Direktivo. Pred objavo ponudbe mora ponudnik o nameri za ponudbo s priloženim prospektom obvestiti CONSOB (1. odstavek 94. člena uredbe št. 58), ciljno družbo in javnost. Obvestilo mora vsebovati temeljne elemente in cilj ponudbe, način financiranja ponudbe, morebitne pogoje od katerih je odvisna objava ponudbe ter število delnic, s katerimi ponudnik ali z njim povezane osebe že razpolagajo (5. odstavek 37. člena uredbe št. 11971).

Ponudba mora biti dana z objavo prospekta, ki se predloži CONSOB-u (1. odstavek 102. člena uredbe št. 58), prospekt pa je potrebno poslati tudi ciljni družbi in objaviti na ustrezen način (objava s časopisnimi oglasi itd) (1. in 2. odstavek 38. člena uredbe št. 11971). Prospekt mora vsebovati vse informacije, ki so investitorjem potrebne, da bodo lahko sprejeli ustrezno oceno glede premoženja, obveznosti, dobička ali izgube in celotnega finančnega položaja ciljne družbe (2. odstavek 94. člena uredbe št. 58). Njegov namen je zagotoviti delničarjem ciljne družbe zadostne informacije za njihovo odločitev o sprejemu ponudbe (Samec, 2001, str. 209).

Po prejemu ponudbe mora o njej svoje mnenje podati uprava ciljne družbe in ga najkasneje na dan začetka veljavnosti ponudbe objaviti s posebno izjavo, ki mora vsebovati informacije, na podlagi katerih je mogoče oceniti ponudbo, skupaj z obrazloženim mnenjem uprave; morebitno namero za sklic skupščine delničarjev ciljne družbe zaradi sprejema ukrepov, za katere je po objavi ponudbe potrebno pridobiti soglasje skupščine delničarjev (obrambni ukrepi); podatke o lastništvu delnic ciljne družbe s strani članov uprave ali nadzornega sveta ciljne družbe in o morebitnih delničarskih sporazumih in finančne podatke, ki niso zajeti v zadnjem finančnem poročilu ciljne družbe (39. člen uredbe št. 11971). Mnenje uprave torej zagotavlja delničarjem dobro obveščenost, smiselno pa bi ga bilo dopolniti še z mnenjem neodvisnega finančnega strokovnjaka, ki bi ocenil dano ponudbo.

Ponudba je nepreklicna (1. odstavek 103. člena uredbe št. 58), kar pomeni, da je po objavi ni mogoče več preklicati. Prav tako ponudba ne sme biti odvisna od izpolnitve kakršnihkoli pogojev, ki so izključno odvisni od volje ponudnika (1. odstavek 40. člena uredbe št. 11971). Čas trajanja ponudbe se določi v dogovoru z vodstvom borze ali CONSOB-om in je odvisen od vrste ponudbe. Praviloma znaša najmanj 15 in največ 25 dni, v posebnih okoliščinah pa lahko CONSOB zaradi zaščite investitorjev in trga, podaljša rok za sprejem ponudbe do največ 55 dni (2. odstavek 40. člena uredbe št. 11971). Roki so torej razmeroma kratki, kar je dobro, saj dolgotrajen postopek ponudbe ovira normalno poslovanje ciljne družbe. V času trajanja ponudbe se mora ciljna družba vzdržati kakršnihkoli ravnanj, ki bi lahko vplivala na izid ponudbe, razen če take obrambne ukrepe s sklepom skupščine odobrijo delničarji, katerih delnice predstavljajo vsaj 30% osnovnega kapitala ciljne družbe (1. odstavek 104. člena uredbe št. 58).

4.3.3.5. Sankcije

Za primere kršitev pravil o obvezni ponudbi so predpisane stroge sankcije. Pridobitelj, ki ne objavi obvezne ponudbe, čeprav so zanjo izpolnjeni predpisani pogoji, izgubi glasovalne pravice iz vseh delnic ciljne družbe, s katerimi razpolaga. Poleg tega mora v roku 12 mesecev prodati delnice, ki presegajo prevzemni prag (110. člen uredbe št. 58), v nasprotnem primeru grozijo članom uprave pridobitelja stroge denarne kazni in celo zapor do 1 leta (173. člen uredbe št. 58). Denarne kazni so predpisane tudi za druge primere kršitev (192. člen uredbe št. 58).

Predpisane sankcije so torej učinkovite in v veliki meri primerljive s sankcijami v Veliki Britaniji, saj izgubi pridobitelj glasovalne pravice iz vseh delnic ciljne družbe, s katerimi razpolaga in ne tako kot v Sloveniji, le glasovalnih pravic iz delnic,

pridobljenih v nasprotju s pravili o obvezni ponudbi. Poleg tega grozijo v Italiji članom uprave pridobitelja tudi denarne in celo zaporna kazen, s čimer je poudarjena njihova osebna odgovornost.

Poleg navedenega ima CONSOB zaradi zagotavljanja spoštovanja postopkovnih pravil na razpolago tudi konkretne ukrepe, ki jih lahko uporabi med postopkom ponudbe, in sicer lahko:

- preventivno zadrži objavo javne ponudbe za največ 90 dni v primeru, da je podan utemeljen sum, da je prišlo do kršitev pravil o postopku ponudbe,
- prepove objavo javne ponudbe v primeru ugotovljenih kršitev pravil o postopku ponudbe (1. odstavek 99. člena uredbe št. 58).

Glede na povedano je mogoče ugotoviti, da je italijanska ureditev sankcioniranja na normativni ravni s primerjalnopravnega vidika med strožjimi, kar predstavlja dobro podlago za njeno učinkovitost v praksi.

5. KONCENTRACIJA LASTNIŠTVA V PODJETJU V SLOVENIJI

5.1. Zakon o prevzemih

5.1.1. Sprejem, cilji in namen zakona

S procesom lastninskega preoblikovanja podjetij z družbenim kapitalom, ki se je v Sloveniji odvijal v prvi polovici devetdesetih let prejšnjega stoletja, je v večini gospodarskih družb nastala mešana lastniška struktura. Lastništvo gospodarskih družb je bilo razdeljeno med notranje lastnike (zaposlene, bivše zaposlene in upokojeince), zunanje lastnike (Kapitalski sklad, Odškodninski sklad, pooblašene investicijske družbe) ter imetnike lastniških certifikatov. Za razliko od prejšnje ureditve, za katero je bila značilna družbena lastnina, pri kateri ni bilo mogoče določno opredeliti lastništva posamezne družbe, so s privatizacijo gospodarske družbe dobile znane lastnike. Slednji so lahko svoje lastniške deleže v obliki delnic ali poslovnih deležev obdržali, ali pa so z njimi prosto razpolagali. Začelo se je spreminjanje lastništva, torej prodaja in nakup delnic, ki sta se odvijala bodisi na organiziranem trgu prek borze bodisi izven organiziranega trga (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 21).

Da bo do velikih sprememb v lastniški strukturi podjetij začelo prihajati razmeroma kmalu, je bilo pričakovano, saj je bila ena izmed posledic slovenskega modela privatizacije tudi velika razpršenost lastništva. Z lastniškimi certifikati so namreč vsi državljani Slovenije pridobili pravico do udeležbe v lastniški strukturi podjetij, kamor so lahko vložili svoj certifikat, pri čemer pa velika večina ni imela interesa po dolgoročnem lastništvu, kar gre v veliki meri pripisati pomanjkanju tradicije delničarstva. Poleg tega razpršena lastniška struktura in odsotnost kontrolnih delničarjev, ki bi imeli interes po učinkovitem in dolgoročnem upravljanju posamezne družbe, nista optimalna za poslovanje posameznega podjetja, zato se je sredi devetdesetih let prejšnjega stoletja tudi v Sloveniji začel proces koncentracije lastništva.

Zaradi zavesti o tem, da so si interesi posameznih subjektov v postopkih koncentracije lastništva lahko zelo nasprotujoči, je tudi v Sloveniji, po vzoru tujih ureditev, prevladala odločitev, da zakonodaja o gospodarskih družbah in trgu vrednostnih papirjev ne nudita zadostne regulacije obravnavanega področja in je zato potrebno sprejeti posebno zakonodajo o prevzemih, ki bo podrobneje uredila vprašanja v zvezi s pridobivanjem kontrolnih deležev v podjetjih, razmerjih med večino in manjšino ter večino in manjšino v razmerju do uprave družbe. Na tej

podlagi je Državni zbor 29. julija 1997 sprejel Zakon o prevzemih (v nadaljevanju ZPre), ki je začel veljati 16. avgusta 1997. Zakon je v pomembnem segmentu dopolnil ZGD in se komplementarno vključil v zakonodajo o trgu vrednostnih papirjev. Temeljni cilj zakona je varstvo vlagateljev na trgu vrednostnih papirjev ter varstvo manjšinskih delničarjev pri prenosu kontrolnega deleža z nakupom delnic delniške družbe na organiziranem trgu vrednostnih papirjev in v zvezi s tem zagotovitev integritete trga (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 22).

Zakon temelji na štirih bistvenih načelih:

- enako obravnavanje vseh delničarjev (7. in 8. člen ZPre),
- obvezna ponudba za odkup vseh delnic, če velikost kontrolnega deleža preseže z zakonom določen prevzemni prag (4. člen ZPre),
- dolžnost razkritja podatkov (19. in 25. člen ZPre),
- omejitev obrambnih dejanj, ki bi preprečevala prevzem (36. člen ZPre).

Poleg navedenih načel upošteva zakon tudi druga načela, in sicer:

- zagotovitev ustreznega roka, ki je potreben za oblikovanje odločitve glede sprejema ponudbe (27. člen ZPre),
- preprečitev oblikovanja napačnih cen na trgu vrednostnih papirjev (7. člen ZPre),
- zagotovitev nemotenega poslovanja ciljne družbe med ponudbo za odkup in po njej (36. člen ZPre),
- možnost konkurenčne ponudbe (51. člen ZPre),
- seznanjanje delavcev z nameni ponudnika glede prihodnjega upravljanja prevzete družbe (19. in 24. člen ZPre).

Na načelni ravni zasleduje torej zakon enake cilje in temelji na podobnih načelih kot primerljivi zakoni drugih držav, saj postavlja v ospredje varstvo manjšinskih delničarjev, enako obravnavanje vseh delničarjev in pregledno trgovanje z vrednostnimi papirji. Ker pa je učinkovitost zakona odvisna zlasti od njegove dejanske uporabe, bom v nadaljevanju preveril, ali so navedeni cilji in načela na ustrezen način uveljavljeni tudi v praksi.

5.1.2. Veljavnost zakona

ZPre ne obravnava vseh načinov pridobitve nadzora nad določenim podjetjem (poglavje 3.2.), ampak ureja le enega, in sicer prevzem podjetja z odkupom delnic. Pri tem je njegova veljavnost omejena zlasti na prevzem javne delniške družbe z odkupom delnic od dosedanjih imetnikov, le izjemoma pa se uporablja tudi za delnice

nejavnih delniških družb, in sicer za tiste nejavne delniške družbe, katerih osnovni kapital je večji kot 1 milijarda tolarjev in število imetnikov večje kot 500 (3. odstavek 2. člena ZPre). Njihovo delovanje je namreč zaradi velikosti in večjega števila imetnikov delnic podobno delovanju javnih delniških družb (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 57).

Brez omejitev in izjem pa so se do uveljavitve ZGD-1 (2. odstavek 707. člena ZGD-1), zlasti zaradi zapolnjevanja pravnih praznin iz drugih zakonov, posamezna določila ZPre uporabljala za vse delniške družbe, in sicer določbe o:

- prevzemu prek skupnega pooblaščenca ali skupnem delovanju in zbiranju pooblastil (XII. poglavje ZPre),
- posebni reviziji in uveljavljanju odškodninskih zahtevkov (XV. poglavje ZPre),
- izključitvi manjšinskih delničarjev (XVI. poglavje ZPre),
- ponudbi za odkup vrednostnih papirjev, izdanih v postopku lastninskega preoblikovanja podjetij (XVII. poglavje ZPre).

5.1.3. Javna ponudba za odkup

5.1.3.1. Dolžnost objave ponudbe za odkup

Osrednji institut ZPre je institut obvezne javne ponudbe za odkup vseh delnic. Gre za dolžnost osebe, ki pridobi kontrolni delež v določeni družbi, da objavi javno ponudbo za odkup vseh delnic te družbe. Na ta način se zagotavlja manjšinskim delničarjem, če menijo, da bo novi večinski lastnik družbo upravljal v nasprotju z njihovimi interesi, da družbo zapustijo oziroma prodajo delnice skupaj z delničarji, ki so do tedaj imeli kontrolni delež v družbi in katerim so manjšinski delničarji zaupali (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 23). S tem se zagotavlja tudi enako obravnavanje vseh delničarjev, saj imajo vsi delničarji pod enakimi pogoji možnost izstopa iz družbe.

Ponudbo za odkup vseh delnic ciljne družbe mora dati:

- oseba, ki pridobi delež vrednostnih papirjev ciljne družbe, ki zagotavljajo glasovalno pravico tako, da ji ti vrednostni papirji, skupaj z drugimi vrednostnimi papirji, ki jih že ima, zagotavljajo najmanj 25% glasovalnih pravic (1. odstavek 4. člena ZPre),
- oseba, ki je na podlagi uspešne ponudbe za odkup v skladu z zakonom že pridobila manj kot 45% vrednostnih papirjev ciljne družbe in je po končani ponudbi za odkup pridobila dodatnih 5% vrednostnih papirjev te družbe (4. odstavek 4. člena ZPre) – utrjevanje kontrole.

Ker ZPre obravnava primere pridobivanja nadzora nad določenim podjetjem, se pri ugotavljanju deleža posamezne osebe upoštevajo zgolj delnice z glasovalno pravico ter druga upravičenja, z uresničitvijo katerih lahko njihov imetnik pridobi delnice z glasovalno pravico (zamenljive obveznice, nakupne opcije itd) (2. odstavek 4. člena ZPre). Ne upoštevajo pa se delnice brez glasovalnih pravic, saj njihovim imetnikom ne omogočajo sodelovanja pri upravljanju družbe, zato pridobitelj z njihovo pridobitvijo ne pridobiva nadzora nad ciljno družbo. Taka pridobitev torej tudi z vidika varstva manjšinskih delničarjev ni problematična.

V določenih primerih pa ponudba za odkup, kljub izpolnitvi enega izmed predhodno opredeljenih pogojev, ni potrebna, in sicer:

- če so bili vrednostni papirji pridobljeni na podlagi neodplačnega posla med fizičnimi osebami,
- če je oseba pridobila vrednostne papirje določene družbe pri izvedbi združitve ali razdružitve delniške družbe v zamenjavo za vrednostne papirje pravne osebe, ki je zaradi združitve ali razdružitve prenehala,
- če je oseba na podlagi ponudbe za odkup oziroma ponudb za odkup v skladu z zakonom že pridobila najmanj 45% vrednostnih papirjev ciljne družbe z glasovalno pravico (13. člen ZPre).

Gre za logične izjeme, saj je namen zakona urejanje pridobivanja nadzora nad določeno družbo z odkupom vrednostnih papirjev od dosedanjih imetnikov. Zato neodplačne pridobitve (darila, dedovanje itd) med fizičnimi osebami ne povzročijo obveznosti dajanja javne ponudbe za odkup vseh delnic, saj ne gre za pridobivanje delnic z nakupom, torej z odplačnim pravnim poslom. Enako velja za zamenjavo vrednostnih papirjev v primerih združitve ali razdružitve delniških družb. V primeru, da je določena oseba na podlagi ene ali več ponudb za odkup že pridobila 45% glasovalnih pravic ciljne družbe pa se prav tako šteje, da je že pridobila nadzor nad to družbo, pri čemer so imeli ostali delničarji možnost prodaje svojih delnic in izstopa iz družbe, zato nova ponudba za odkup ni več potrebna.

5.1.3.2. Družba pooblaščenka

Poleg navedenih izjem je z vidika dolžnosti objave ponudbe za odkup pomembna še ena izjema, ki je povezana z institutom družbe pooblaščenke. Kot je bilo že predhodno opredeljeno (poglavje 3.2.5.), je družba pooblaščenka posebna pravnoorganizacijska oblika, ki je ustanovljena z namenom, da zastopa delničarje določene delniške družbe pri upravljanju le-te oziroma pri uresničevanju glasovalnih

pravic v tej delniški družbi (Bohinc, 1996, str. 723). Družbo pooblaščenko je v Sloveniji prvi uredil ZPPOLS, ZPre pa je navedeno ureditev dopolnil z določbo, da lahko delničarji izdajateljja, ki se je preoblikoval na podlagi ZLPP in ki kot enega od načinov izvedbe lastninskega preoblikovanja ni izvedel javne prodaje delnic, ustanovijo družbo pooblaščenko po postopku in na način, določen v ZPPOLS, pri čemer se za delnice, ki jih pridobi družba pooblaščenka ne uporabljajo določbe ZPre (81. člen ZPre).

Iz navedenega izhaja, da je zakon z določbo, da za delnice, ki jih pridobi družba pooblaščenka ne veljajo njegova določila, uveljavil pomembno izjemo, ki ima daljnosežne posledice, zlasti z vidika obveznosti dajanja ponudbe za odkup in dolžnosti obveščanja o pridobitvi kvalificiranega deleža. Družba pooblaščenka namreč med pridobivanjem lastniškega deleža ni dolžna dati javne ponudbe za odkup vseh delnic, niti ni dolžna obveščati Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju Agencija) o pridobitvi kvalificiranega deleža, kar sta sicer temeljna instituta, ki ju uveljavlja zakonodaja o prevzemih.

Tovrstna ureditev se je v praksi izkazala kot izjemno problematična, saj je zlasti v povezavi z menedžerskimi oziroma menedžersko-delavskimi odkupi omogočila izigravanje pravil ZPre, pri čemer so bili v največji meri oškodovani prav manjšinski delničarji. S to izjemo je zakon pravzaprav omogočil tisto, kar si sicer prizadeva preprečiti – netransparentno pridobivanje kontrolnega deleža (Cankar, 2002a, str. II). V Sloveniji namreč zakonodaja v postopkih privatizacije ni dopuščala pravih menedžerskih odkupov (*angl. management buyout – MBO*), ki predstavljajo najbolj tipično različico odkupa z zadolžitvijo (*angl. leveraged buyout – LBO*), torej nakupa določene družbe z zadolžitvijo oseb, ki izvedejo odkup – v primeru menedžerskega odkupa so to menedžerji ciljne družbe. Ker pa so menedžerji številnih podjetij že zaradi ohranitve svojega položaja imeli željo po pridobitvi nadzora nad razpršeno lastniško strukturo privatiziranih delniških družb, je pomanjkljiva in neustrezna zakonska ureditev družbe pooblaščenke služila kot najbolj učinkovito orodje notranjih lastnikov, zlasti menedžerjev, za pridobitev nadzora nad takimi družbami (Mlinarič, 2003, str. 12). Menedžerji so bili namreč v praksi, zlasti pod krinko obrambe pred tujim prevzemnikom, glavni pobudniki za ustanovitev družbe pooblaščenke, v katero so skupaj z zaposlenimi vložili delnice matične družbe, s čimer je družba pooblaščenka postala ključni, če ne že kar kontrolni delničar matične družbe. Ker so imeli menedžerji zaradi večjega števila delnic in svojega vpliva odločilno vlogo pri upravljanju družbe pooblaščenke, so tako posredno pridobili nadzor nad matično družbo, ne da bi izvedli postopek javne ponudbe za odkup. Navidezno lastništvo zaposlenih je tako omogočilo netransparentno pridobivanje lastniških deležev, pri

katerem so bili v največji meri oškodovani prav manjšinski delničarji, saj niso imeli možnosti, da bi pod enakimi pogoji izstopili iz družbe.

Najbolj tipičen primer zlorabe družbe pooblaščenke je primer BTC d.d., v katerem je bila konec leta 2000 lastniška struktura dokaj tipično razpršena med notranje lastnike (28,3%), druge domače delničarje (21,6%), depozitno banko Bankers trust (24,9%), SRD (12,5%) in druge (12,7%) (Milivojevič, 2002, str. 35). Ker so bile po mnenju uprave delnice BTC d.d. podcenjene in tako lahka tarča za morebitne prevzemnike, je uprava začela razmišljati o ugodnem notranjem odkupu. S takšno mislijo je v letu 2001 dala pobudo za ustanovitev družbe pooblaščenke Ajdacom d.d., kamor so povabili zaposlene, uprava BTC d.d. pa je imela v njej nekaj manj kot 30% delež. Istočasno je bila ustanovljena družba Invest Point d.o.o., ki so jo ustanovili člani uprave in nadzornega sveta. Obe družbi sta pridobivali delnice BTC d.d. in ob koncu leta 2001 skupaj razpolagali z 29,5% deležem družbe – Ajdacom d.d. (20,6%), Invest Point d.o.o. (8,9%). Poleg tega je uprava BTC d.d. sprejela odločitev, da začne v sklad lastnih delnic s sredstvi podjetja kupovati lastne delnice, tako da je BTC d.d. konec leta 2001 postal lastnik kar 68,9% lastnih delnic, kljub temu, da je ZGD omejeval pridobivanje lastnih delnic na največ 10%, a brez ustreznih sankcij. Za uspešen menedžersko-delavski odkup je bil potreben samo še sklepni korak – sklep skupščine o zmanjšanju osnovnega kapitala družbe z umikom lastnih delnic, s čimer so vodilni v BTC d.d. prek družbe pooblaščenke Ajdacom d.d. in družbe Invest Point d.o.o. svoj delež v družbi z 29,5% povečali na 85,5% – Ajdacom d.d. (59,7%), Invest Point d.o.o. (25,8%) (Mlinarič, 2003, str. 17).

Iz navedenega izhaja, da je uprava BTC d.d. prek instituta družbe pooblaščenke brez javne ponudbe za odkup pridobila nadzor nad BTC d.d. kot javno delniško družbo. Pri tem je ravnala netransparentno, saj delničarjev ni obveščala o pridobivanju kvalificiranega deleža, prav tako pa jim ni dala možnosti, da bi na podlagi javne ponudbe ob enakih pogojih izstopili iz družbe. Ker je pridobitvi nadzora nad podjetjem sledil umik delnic z organiziranega trga, so bili manjšinski delničarji, ki delnic niso prodali, še dodatno oškodovani, saj z delnicami po umiku z borze praktično niso mogli več razpolagati. S tem se je še dodatno zmanjšala njihova vrednost, ki je dejansko padla že v trenutku, ko je uprava pridobila nadzor nad podjetjem.

Navedeni primer nazorno kaže, da ureditev družbe pooblaščenke v ZPre ni ustrezna, saj omogoča netransparentno pridobivanje delnic in izigravanje pravil o obvezni ponudbi, zato ogroža položaj manjšinskih delničarjev. V praksi se je družba pooblaščenka izkazala zlasti kot orodje menedžerjev za pridobitev nadzora nad matično družbo, kar brez dvoma ni njen namen. Zaradi povedanega se v teoriji

pojavnajo stališča (Mlinarič, 2003, str. 56), da bi bilo potrebno družbo pooblaščenko popolnoma odpraviti in oblikovati kakšno drugo obliko, ki bi pospeševala lastništvo notranjih lastnikov. Pri družbi pooblaščenki, tako kot je bila zasnovana, je šlo namreč le za tranzicijsko posebnost, ki je upravičencem do notranjega odkupa dala možnost, da v okviru njene pravnoorganizacijske oblike povežejo razdrobljene delnice in s tem izboljšajo svoj položaj in vpliv na upravljanje družbe, in ne za strateško kategorijo ZPre (Mlinarič, 2003, str. 20). Navedenim stališčem gre pritrditi, saj institut družbe pooblaščenke danes v praksi dejansko ne izpolnjuje več svojega temeljnega namena (povezovanja razdrobljenih delnic notranjih lastnikov), ampak se uporablja zlasti kot sredstvo koncentracije lastništva s strani menedžerjev, saj jim brez objave ponudbe za odkup omogoča pridobivanje nadzora nad matično družbo. Razen popolne odprave družbe pooblaščenke, bi zato zlorabe družbe pooblaščenke v veliki meri lahko omejila že odpravita izjeme, po kateri za družbo pooblaščenko ne veljajo pravila ZPre, kar bi pomenilo, da bi bil položaj družbe pooblaščenke izenačen s položajem drugih oseb, ki želijo pridobiti nadzor nad določeno družbo. To bi bilo edino logično, saj je družba pooblaščenka dejansko zgolj eden izmed subjektov, ki se potegujejo za pridobitev kontrolnega deleža v družbi, zato ni razlogov za njeno privilegiranje. Odprava navedene izjeme bi morala biti torej ena ključnih sprememb, ki jih bo vsebovala nova zakonodaja o prevzemih.

5.1.3.3. Povezane osebe

Pri upravljanju družb pogosto sodeluje več subjektov, ki so med seboj povezani oziroma delujejo usklajeno. Govorimo o povezanih osebah (*angl. persons acting in concert*), torej o skupini oseb, ki sporazumno delujejo tako, da dejansko izvršujejo kontrolo nad upravljanjem ciljne družbe, ne da bi vsaka izmed njih imela v lasti kontrolni delež (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 24). Najbolj enostaven je primer, ko pridobivajo delnice ciljne družbe od določene osebe posredno ali neposredno odvisne ali obvladujoče družbe (3. alineja 2. odstavka 4. člena ZPre). V takih primerih je položaj subjektov razmeroma jasen, saj je temelj obvladovanja navzven razpoznaven, in sicer bodisi večinski lastniški delež bodisi pogodba o obvladovanju (460. člen ZGD oziroma 533. člen ZGD-1).

Bolj problematični so primeri, ko tretja oseba (na podlagi pooblastila, naročila ali dogovora) v svojem imenu, vendar za račun prevzemnika pridobiva delnice ciljne družbe (2. alineja 2. odstavka 4. člena ZPre), kar pomeni, da z delnicami formalno sicer razpolaga tretja oseba, dejansko pa z njimi upravlja prevzemnik, s čimer želi prikriti prevzem in se izogniti obveznosti dati ponudbo za odkup. Prav tako so problematični primeri, ko več oseb na podlagi delniškega sporazuma ali kako

drugače, skupno deluje pri uresničevanju glasovalnih pravic, ki izhajajo iz delnic ciljne družbe (1. odstavek 60. člena ZPre). V obeh primerih bo pravno razmerje med posameznimi osebami praviloma temeljilo na zaupanju, zato je njegov obstoj razmeroma težko dokazati. Nanj je praviloma mogoče zgolj sklepati, in sicer na podlagi usklajenega delovanja, zlasti pri uveljavljanju glasovalne pravice (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 67), pri čemer ni nujno, da posamezne osebe enako glasujejo na več zaporednih skupščinah, ampak zadostuje, da se iz njihovega ravnanja zazna vodenje določene kontrolne politike v družbi (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 175).

Da bi se preprečile zlorabe, povezane z usklajenim delovanjem povezanih oseb, zakon določa, da se pri ugotavljanju deleža posamezne osebe v zvezi z ugotavljanjem prevzemnega praga upoštevajo tudi delnice z glasovalno pravico, ki jih je pridobila tretja oseba v svojem imenu in za račun prevzemnika in delnice z glasovalno pravico, ki pripadajo od prevzemnika posredno ali neposredno odvisni ali obvladujoči družbi (2. odstavek 4. člena ZPre). Vse navedene osebe se torej štejejo za enoten subjekt, zato je vsaka izmed njih dolžna dati ponudbo za odkup vseh delnic, razen če se sporazumejo, da bo ponudbo za odkup dala le ena izmed njih (1. odstavek 60. člena ZPre).

Na formalni ravni je torej problem povezanih oseb v ZPre razmeroma dobro urejen, kljub temu pa je vprašanje povezanih oseb v praksi eno izmed najbolj problematičnih, saj zaradi razmeroma težkega dokazovanja omogoča največ zlorab. Tako je bilo tudi v Sloveniji več primerov, ko je bilo med določenimi osebami zaznati usklajeno delovanje, vendar nobena izmed njih ni dala ponudbe za odkup. V tej zvezi je mogoče izpostaviti ravnanje KAD-a in SOD-a pri prodaji delnic Mercatorja d.d. družbama Istrabenz d.d. in Pivovarna Laško d.d., kjer je praktično istočasno prišlo do prodaje kontrolnega deleža v družbi pod skoraj identičnimi pogoji ter ravnanje Pivovarne Laško d.d. in z njo povezanih oseb pri prevzemu Pivovarne Union d.d., ko so povezane osebe (Radenska d.d., Gorenje d.d., PID Infond Zlat itd) za Pivovarno Laško d.d. kupovale delnice, še preden je slednja objavila ponudbo za odkup.

Kljub številnim razpravam v javnosti pa v nobenem izmed navedenih primerov usklajeno delovanje ni bilo dokazano. Deloma je razloge za to mogoče iskati v razmerju med udeleženi subjekti, ki praviloma temelji na zaupanju, zato ga je razmeroma težko dokazati, deloma pa je praksa pokazala na določeno stopnjo neučinkovitosti delovanja nadzornih organov, zlasti Agencije in Borze vrednostnih papirjev, ki nista imeli dovolj znanja, kadrov in pristojnosti za bolj učinkovito obravnavanje te problematike. Kljub temu je v zadnjem času mogoče zaslediti bolj aktivno delovanje navedenih institucij, kar naj bi v povezavi z novo zakonodajo, ki bo

razširila njihove pristojnosti (več o tem v poglavju 5.2.2.), še dodatno povečalo njihovo učinkovitost.

5.1.4. Postopek v zvezi s ponudbo za odkup

Zakon določa javen in pregleden postopek, po katerem mora ponudnik objaviti javno ponudbo za odkup in opraviti odkup vrednostnih papirjev. Temeljni namen postopkovnih pravil je, da se postopek ponudbe izvede pregledno, da se zagotovi istočasna dostopnost ključnih informacij vsem zainteresiranim osebam, da se prepreči zloraba notranjih informacij in da se zagotovi enakopravno obravnavanje vseh delničarjev ciljne družbe. Prav tako je namen postopkovnih pravil preprečiti upravi ciljne družbe, da bi zaradi zasledovanja lastnih interesov skušala onemogočiti prevzem ali da bi na škodo delničarjev sodelovala s prevzemnikom.

Postopek ponudbe se začne z objavo namere za ponudbo, o kateri mora ponudnik obvestiti Agencijo, upravo ciljne družbe ter Urad za varstvo konkurence (15. člen ZPre). Gre za izjemno pomembno fazo postopka, saj je javnost šele takrat obveščena o aktivnostih prevzemnika v zvezi s prevzemom ciljne družbe, zato je zaradi zagotavljanja poštenega trgovanja in enakopravnega obravnavanja vseh udeležencev na trgu vrednostnih papirjev ključnega pomena, da je javnost o nameri za ponudbo obveščena pravočasno in na korekten način. S tem se namreč zmanjšuje možnost trgovanja na podlagi notranjih informacij.

Drugo fazo postopka predstavlja objava ponudbe za odkup. Gre za javno objavljen predlog za sklenitev pogodbe o prodaji vrednostnih papirjev ciljne družbe, naslovljen na vse imetnike, ki razpolagajo z delnicami z glasovalno pravico in vrednostnimi papirji s pravico do zamenjave oziroma nakupa delnic z glasovalno pravico (7. člen ZPre). Na delnice brez glasovalnih pravic se ponudba za odkup ne nanaša, kar je razumljivo, saj le-te ne zagotavljajo vpliva na upravljanje družbe.

Ponudba za odkup je praviloma nepogojna, kar pomeni, da njena veljavnost ne sme biti odvisna od izpolnitve kakršnihkoli (zlasti subjektivnih) pogojev. Edini pogoj, ki ga zakon dovoljuje, je določitev praga uspešnosti ponudbe, saj lahko ponudnik v ponudbi za odkup določi najmanjše število (odstotek) vrednostnih papirjev ciljne družbe, katerih imetniki jo morajo sprejeti, da se šteje, da je ponudba uspela (1. odstavek 12. člena ZPre). Ponudnik ima namreč pogosto interes, da odkupi vrednostne papirje ciljne družbe samo pod pogojem, da bo pridobil tak delež glasovalnih pravic, da bo imel zadosten vpliv pri upravljanju družbe. Zato mu zakon omogoča, da objavi ponudbo pod odložnim pogojem, ki se uresniči, ko ponudbo

sprejme toliko imetnikov vrednostnih papirjev ciljne družbe, da ponudnik pridobi delež glasovalnih pravic, ki ga je sam določil kot pogoj za veljavnost njegove ponudbe (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 85). Na ta način si ponudnik zagotovi, da bo po opravljenem prevzemu dejansko lahko izvrševal kontrolo v ciljni družbi.

Z vidika imetnikov vrednostnih papirjev ciljne družbe je bistven element ponudbe cena. Zaradi načel tržnega gospodarstva je namreč odločitev o sprejemu ponudbe v veliki meri odvisna prav od ponujene cene. To sicer ne velja za vse imetnike, saj so pri nekaterih skupinah, zlasti delavcih, menedžerjih in dobaviteljih, lahko prisotni tudi drugi faktorji odločanja. Vendar izkušnje kažejo, da je uspešnost ponudbe v končni fazi odvisna zlasti od tega, ali bodo imetniki vrednostnih papirjev ponujeno ceno šteli za primerno. Ponudnik lahko v ponudbi za odkup ponudi izplačilo cene bodisi v denarju bodisi v nadomestnih vrednostnih papirjih (1. odstavek 10. člena ZPre), vendar je bolj kot način izplačila pomembno spoštovanje načela enakega obravnavanja delničarjev, kar pomeni, da mora ponudnik vsem imetnikom vrednostnih papirjev ponuditi odkup pod enakimi pogoji (Kocbek, 1999a, str. 413). Cena oziroma menjalno razmerje morata biti zato enaka za vse vrednostne papirje posameznega razreda oziroma vrste (3. odstavek 7. člena ZPre).

O ponudbi za odkup mora uprava ciljne družbe objaviti svoje mnenje, v katerem mora zlasti objaviti podatke o tem ali obstaja kakršenkoli sporazum med ponudnikom in upravo (glede ponudbe ali glede uresničevanja glasovalnih pravic), ali nameravajo člani uprave sprejeti ponudbo oziroma ponuditi svoj odstop in obrazložene podatke o zadnjem revidiranem poročilu ciljne družbe, z navedbo knjigovodske vrednosti delnic (25. člen ZPre). Na ta način se delničarjem ciljne družbe omogoča, da se seznanijo z vlogo uprave pri prevzemu (prijateljski oziroma sovražen prevzem), namero uprave glede sprejema ponudbe in osnovnimi finančnimi podatki o poslovanju družbe. Kljub temu pa je mogoče opozoriti na pomanjkljivost veljavne ureditve, saj (za razliko od Velike Britanije) ne vsebuje zahteve po predložitvi mnenja neodvisnega finančnega strokovnjaka, ki bi nepristransko ocenil dano ponudbo. Pridobitev neodvisnega mnenja bi bila namreč izjemno koristna zlasti v primerih menedžerskih odkupov, pri katerih uprava, zaradi neposredne udeležbe, v postopku ponudbe zasleduje tudi (oziroma predvsem) lastne interese, zato se lahko pojavi dvom v njeno neodvisnost in nepristranskost. S pridobitvijo neodvisnega mnenja bi se tak dvom odpravil, delničarjem ciljne družbe pa bi se omogočilo, da na podlagi nepristranskih informacij sprejmejo zanje najboljšo odločitev o ponudbi. Glede na povedano bi bilo pri pripravi sprememb zakonodaje o prevzemih smiselno dodati tudi zahtevo po pridobitvi mnenja neodvisnega finančnega strokovnjaka, ki bi ocenil dano ponudbo.

Zaradi enakega obravnavanja vseh delničarjev ciljne družbe zakon prepoveduje ponudniku, da bi po objavi namere za ponudbo (do izteka roka za sprejem ponudbe) kupoval vrednostne papirje ciljne družbe, razen če je tak nakup najavil v objavi namere za ponudbo in v prospektu. Če kljub temu v tem času pridobi vrednostne papirje ciljne družbe pod za imetnike ugodnejšimi pogoji kot so navedeni v ponudbi, so ostali imetniki vrednostnih papirjev ciljne družbe upravičeni sprejeti ponudbo pod takšnimi ugodnejšimi pogoji (31. člen ZPre). V praksi gre zlasti za primere, ko se ponudnik po objavi namere za ponudbo neposredno dogovarja s posameznimi delničarji (običajno imetniki večjih deležev) glede pridobitve njihovih delnic, pri čemer jim je zaradi večjega lastniškega deleža pripravljen plačati tudi določeno (dodatno) kontrolno premijo. V takem primeru bi bili ostali delničarji v neenakem položaju, zato mora ponudnik tudi od njih odkupiti delnice pod enakimi pogoji.

Tako kot večina drugih zakonodaj (Velika Britanija, Italija, Nemčija itd) (Samec, 2002, str. 7), tudi ZPre v času postopka ponudbe omejuje obrambne mehanizme uprave ciljne družbe. Interesov delničarjev ciljne družbe namreč ne ogrožajo le ravnanja potencialnega prevzemnika, ampak lahko njihove interese ogroža tudi uprava ciljne družbe. Slednja bi sicer morala imeti pred očmi varstvo interesov ciljne družbe in vseh njenih delničarjev, vendar zlasti v primerih sovražnih prevzemov uprava pogosto zasleduje lastne interese (npr. ohranitev položaja) in se skuša prevzemu upreti. Da v takih primerih uprava na škodo delničarjev ne bi zlorabila svojih pooblastil, zakon omejuje njeno samostojnost pri vodenju družbe, zlasti pri poslih, ki presegajo redno poslovanje. Tako uprava ciljne družbe v času trajanja ponudbe brez sklepa skupščine delničarjev, sprejetega z najmanj tričetrtinsko večino pri sklepanju zastopanega osnovnega kapitala, ne sme povečati osnovnega kapitala, sklepati poslov izven rednega poslovanja družbe oziroma poslov, ki bi lahko resneje ogrozili nadaljnje poslovanje družbe, pridobivati lastnih delnic in opravljati dejanj, katerih edini namen je ovirati oziroma oteževati postopek in sprejetje ponudbe. Pravna dejanja, ki so v nasprotju z navedenimi omejitvami, so nična (36. člen ZPre). Glede na povedano je mogoče ugotoviti, da so obrambni mehanizmi ustrezno urejeni, s primerjalnega vidika pa izstopa razmeroma visoka kvalificirana večina (tri četrtine pri sklepanju zastopanega osnovnega kapitala), s katero delničarji na skupščini odobrijo obrambna dejanja uprave. V Veliki Britaniji je tudi za sprejem teh sklepov potrebna (zgolj) navadna večina, v Italiji pa 30% osnovnega kapitala družbe. Evropska Direktiva v tej zvezi le ohlapno določa, da mora uprava ciljne družbe za vsa dejanja, ki bi lahko ogrozila ponudbo (razen za iskanje alternativne ponudbe), predhodno pridobiti soglasje skupščine delničarjev, pri čemer zahtevana večina za sprejem skupščinskega sklepa ni izrecno predpisana (9. člen Direktive).

5.1.5. Izključitev manjšinskih delničarjev

Izključitev manjšinskih delničarjev je institut, ki izvira iz angloameriškega prava družb, kjer ga poznajo pod imenom iztisnitev delničarjev iz družbe (*angl. squeeze out*). Njegov namen je preprečiti delničarjem, ki zaradi izrazito podrejenega položaja v družbi (zlasti v primerjavi z večinskim delničarjem) ne morejo uveljaviti svojega gospodarskega interesa, da bi šikanirali družbo oziroma večinskega lastnika (Samec, Vindiš, 2001a, str. 7). Posamezni delničarji lahko namreč tudi v primeru, da razpolagajo z izjemno majhnim deležem v družbi, z zlorabo svojih pravic (npr. vlaganje očitno neutemeljenih izpodbojnih tožb itd) onemogočajo normalno poslovanje družbe in posledično nastajanje nepotrebnih stroškov in škode. Iz tega razloga daje zakonodaja večine držav večinskemu delničarju pravico, da pod določenimi pogoji doseže izključitev ostalih delničarjev iz družbe, ne da bi za to pridobil njihovo soglasje.

Iz navedenih razlogov tudi ZPre v posebnem poglavju ureja izključitev manjšinskih delničarjev, vendar je mogoče ugotoviti, da je ureditev pomanjkljiva in iztrgana iz konteksta. Zakon namreč v tej zvezi določa le, da se določbe ZGD glede vključitve družbe, smiselno uporabljajo tudi, kadar fizična oseba pridobi več kot 95% vseh delnic posamezne delniške družbe (79. člen ZPre), kar pomeni, da je potrebno vsebino instituta izključitve manjšinskih delničarjev iskati v določilih ZGD o vključenih družbah. Vključene družbe so oblika povezanih družb, pri katerih je medsebojna povezanost najtesnejša in pomenijo popolno gospodarsko integracijo ene kapitalske družbe v drugo, pri čemer pa obe ohranjata pravno samostojnost (Kocbek et al., 2002, str. 636). Zakon tako določa, da se lahko v primeru, če pripada 95% vseh delnic drugi družbi (glavna družba), delniška družba s sklepom skupščine vključi v glavno družbo (1. odstavek 555. člena ZGD-1 oziroma 488. člena ZGD). V tem primeru vse delnice, ki niso v lasti glavne družbe, preidejo nanjo z vpisom vključitve v register, pri čemer imajo drugi (izstopajoči) delničarji pravico do primerne odpravnine, ki se praviloma zagotovi v delnicah glavne družbe (556. člen ZGD-1 oziroma 489. člen ZGD). V praksi to pomeni, da lahko z vključitvijo družbe, delničar, ki je pridobil več kot 95% delnic določene družbe, doseže iztisnitev ostalih (manjšinskih) delničarjev. Slednji sklepa o vključitvi ne morejo izpodbijati, lahko pa pred sodiščem sprožijo postopek, če menijo, da ponujena odpravnina ni primerna, če jim odpravnina sploh ni bila ponujena ali če ni bila ponujena pravilno (3. odstavek 556. člena ZGD-1 oziroma 489. člena ZGD), kar je z vidika varstva manjšinskih delničarjev izjemno pomembno.

Ker pa opisana ureditev v ZGD velja le za primere, ko sta obe družbi (glavna in vključena) kapitalski družbi, je ZPre to vrzel dopolnil, kar pomeni, da se pravila ZGD

glede vključitve družbe, smiselno uporabljajo tudi, kadar fizična oseba (in ne le pravna oseba) pridobi več kot 95% delnic določene družbe. Pri tem pa je potrebno opozoriti, da v primeru, če namesto glavne družbe nastopa fizična oseba, le-ta ne more zagotoviti izstopajočim delničarjem odpravnine v obliki (lastnih) delnic, zato pride v poštev samo izplačilo odpravnine v denarju (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 217).

Glede na navedeno je mogoče ugotoviti, da iztisnitev manjšinskih delničarjev v Sloveniji ni primerno urejena. Prva pomanjkljivost je že v tem, da institut ni enotno urejen na enem mestu, ampak je razdrobljen med dva zakona, kar vnaša nepotrebno nepreglednost. Poleg tega pravica večinskega delničarja, da iztisne ostale delničarje iz družbe ni vezana na predhodno ponudbo za prevzem, ampak jo lahko da vsak delničar, ki razpolaga z več kot 95% delnic določene družbe, ne glede na to, kako je te delnice pridobil. To je problematično zlasti zato, ker lahko do vključitve pride praktično kadarkoli, pri čemer se primernost nadomestila, ki je ponujeno izstopajočim delničarjem, določa glede na premoženjsko in profitno stanje družbe v trenutku, ko skupščina sklepa o vključitvi (2. odstavek 556. člena ZGD-1 oziroma 489. člena ZGD), kar pomeni, da obstaja nevarnost, da bo večinski delničar sprejel sklep o vključitvi ob (lahko tudi navidezno) slabem finančnem stanju družbe, zaradi česar bo lahko izstopajočim delničarjem ponudil ustrezno nižje nadomestilo.

Zaradi povedanega bi bilo potrebno institut iztisnitve manjšinskih delničarjev urediti drugače, in sicer tako, da bi ga inkorporirali v sistem obvezne ponudbe za prevzem, kar pomeni, da bi bila njegova uporaba vezana na predhodni postopek ponudbe za odkup, pri čemer bi si moral ponudnik to pravico pridržati že v prospektu. Prav tako bi bilo potrebno pravico do iztisnitve dopustiti zgolj omejeno obdobje po izteku ponudbe in za ceno, ki bi jo določil neodvisen strokovnjak (Samec, 2002, str. 6). S tem bi bile vzpostavljene osnovne varovalke, ki bi večinskemu delničarju preprečevale iztisnitev manjšinskih delničarjem pod nepoštenimi pogoji. Ne glede na ugotovljene pomanjkljivosti pa bodo spremembe tega instituta potrebne že zaradi implementacije evropske Direktive, ki pravico do iztisnitve navezuje na predhodno izveden postopek javne ponudbe. Direktiva namreč določa, da lahko ponudnik izkoristi pravico do iztisnitve v roku 3 mesecev po izteku ponudbe, pri čemer morajo države članice zagotoviti, da bo tudi v primeru iztisnitve delničarjev ponujena poštena cena, za katero se šteje cena, ki je bila ponujena v ponudbi (15. člen Direktive). Že zaradi implementacije Direktive bi torej morala biti ureditev instituta iztisnitve z vidika manjšinskih delničarjev bistveno bolj ustrezna.

Pri tem je potrebno opozoriti, da institut izključitve manjšinskih delničarjev ni edini možen postopek, na podlagi katerega lahko pride do iztisnitve manjšinskih

delničarjev iz družbe. Manjšinski delničarji so namreč lahko izključeni iz družbe tudi v postopkih združitve podjetij, kar se je v letu 2005 izkazalo zlasti v primeru družbe Aktiva Invest d.d. (več o tem v poglavju 6.5.3.)

5.1.6. Pomanjkljivosti veljavne ureditve

Na podlagi do sedaj navedenega je mogoče ugotoviti, da je s sprejemom ZPre Slovenija dobila razmeroma sodobno zakonodajo, ki ureja postopke koncentracije lastništva v podjetju. Vzpostavljeni so bili temeljni instrumenti in instituti, s katerimi se zagotavljajo osnovne pravice manjšinskih delničarjev in preprečuje njihovo oškodovanje pri pridobivanju kontrolnega deleža v družbi. Kljub temu je na podlagi uporabe zakona v praksi mogoče izpostaviti številne pomanjkljivosti, zaradi katerih veljavna ureditev ne dosega vseh zastavljenih ciljev.

Poleg manjših terminoloških nedoslednosti (veljavnost zakona itd), je kot pomanjkljivost mogoče izpostaviti definicijo prevzemnega praga, ki je preozka in preohlapna zlasti v delu, ki se nanaša na povezane osebe. ZPre namreč povezanih oseb ne definira jasno (4. člen ZPre), niti se ne sklicuje na ustrezna določila drugih zakonov (ZGD in ZTVP), zato je njihovo dokazovanje v praksi zelo problematično.

Nekateri teoretiki kot pomanjkljivost veljavne ureditve štejejo dejstvo, da se v skladu z ZPre ponudba za odkup nanaša le na delnice z glasovalno pravico (4. člen ZPre), saj številne primerjalne ureditve (Velika Britanija, Avstrija, Švica itd) v obvezno ponudbo vključujejo tudi neglasovalne delnice (Samec, 2002, str. 32). V določeni meri so te pomisleki utemeljeni, zlasti v primerih družb, ki imajo v osnovnem kapitalu do polovico neglasovalnih prednostnih delnic. Vendar je na drugi strani potrebno upoštevati, da gre pri koncentraciji lastništva za pridobivanje nadzora nad določenim podjetjem, prednostne delnice brez glasovalnih pravic pa njihovim imetnikom ne dajejo pravice do sodelovanja pri upravljanju družbe, zato se njihov položaj s tega vidika tudi po koncentraciji lastništva ne spreminja.

V veljavni ureditvi je mogoče zaslediti pomanjkljivosti tudi v zvezi z določanjem cene, saj ZPre ne zagotavlja poprevzemne zaščite delničarjev, ki je sicer uveljavljena v primerjalnem pravu in na podlagi katere mora ponudnik, ki v določenem obdobju po izteku trajanja ponudbe pridobi delnice ciljne družbe po višji ceni, kot jo je ponudil v ponudbi, delničarjem, ki so sprejeli ponudbo, izplačati razliko. Na ta način se preprečujejo morebitni dogovori ponudnika s posameznimi delničarji o odkupu njihovih delnic po izteku ponudbe in zagotavlja enakopravno obravnavanje vseh delničarjev.

V postopku ponudbe je kot pomanjkljivost mogoče izpostaviti možnosti ponudnika v zvezi z višanjem cene (22. člen ZPre). Ponudnik namreč ni omejen ne pri višini povišanja ne pri številu povišanj, kar mu omogoča, da z minimalnimi povišanji cene podaljšuje rok za sprejem ponudbe, kar po nepotrebnem podaljšuje celoten postopek. Prav tako ZPre v primeru spremenjene ponudbe od delničarjev, ki so že sprejeli prvotno ponudbo, zahteva aktivno ravnanje, saj morajo odstopiti od prvotne pogodbe in sprejeti novo ponudbo za odkup, kar je z vidika manjšinskih delničarjev lahko problematično. Bolj primerno bi bilo, da bi se v primeru povišanja cene avtomatično štelo, da delničarji, ki so že sprejeli prvotno ponudbo, sprejemajo tudi spremenjeno ponudbo, v kateri je ponujena višja cena.

V ZPre je neustrezno urejen tudi institut iztisnitve manjšinskih delničarjev (79. člen ZPre), saj se vsebinsko navezuje na ZGD, poleg tega pa iztisnitve ne pogojuje s predhodno izvedenim postopkom ponudbe za odkup, kar omogoča zlorabe na strani večinskega delničarja, ki lahko doseže iztisnitev manjšinskih delničarjev praktično ob kateremkoli času. Poleg tega, za razliko od primerljivih ureditev (Velika Britanija itd), ZPre sploh ne ureja pravice prodaje manjšinskega deleža, kot pravice manjšinskih delničarjev, da od večinskega delničarja zahtevajo odkup njihovih delnic po primerni ceni.

Eno ključnih pomanjkljivosti veljavne ureditve predstavlja izjema v zvezi z družbo pooblaščenko (81. člen ZPre), saj omogoča njeno zlorabo za namene izigravanja pravil o obvezni ponudbi in netransparentno pridobivanje delnic. V praksi se je ta izjema izkazala zlasti kot orodje menedžerjev za pridobivanje nadzora nad matično družbo brez objave javne ponudbe, zato ogroža položaj manjšinskih delničarjev.

Pomanjkljivosti v zvezi s sankcioniranjem so opredeljene v poglavju 6.2.

5.2. Spremembe Zakona o prevzemih

5.2.1. Razlogi za spremembe

Ob ugotovljenih pomanjkljivosti ZPre, zaradi katerih je ogroženo doseganje ciljev in namena zakona, v strokovni in političnih krogih že več let potekajo razprave o potrebnih spremembah (Samec, 2002, str. 5). Na njihovi podlagi je Vlada že v letu 2003 v zakonodajni postopek vložila predlog zakona o spremembah in dopolnitvah Zakona o prevzemih (ZPre-A), ki naj bi odpravil največje pomanjkljivosti in na sistemski ravni celovito uredil obravnavano problematiko. Ker pa je po državnozborskih volitvah leta 2004 prišlo do novega sklica Državnega zbora, se na

podlagi 2. odstavka 154. člena poslovnika Državnega zbora šteje, da predlog zakona ni bil vložen in je zato zakonodajni postopek končan. ZPre-A iz leta 2003 tako formalnoppravno ne obstaja več, vendar je skupina poslancev februarja 2006 v zakonodajni postopek vložila nov predlog zakona o spremembah in dopolnitvah Zakona o prevzemih (v nadaljevanju ZPre-A), ki je skoraj identičen prvotnemu predlogu. Prav tako je Vlada v okviru Ministrstva za gospodarstvo oblikovala projektno skupino, ki je marca 2006 v javno razpravo predložila predlog novega Zakona o prevzemih (v nadaljevanju ZPre-1), ki je bil z manjšimi spremembami aprila 2006 predložen Državnemu zboru v zakonodajni postopek. Ker se oba predloga med seboj razlikujeta, bom v nadaljevanju z vsebinskega vidika analiziral predlagane spremembe in novosti, preveril njihovo usklajenost z evropsko Direktivo ter opozoril na morebitne pomanjkljivosti, ki bi jih bilo potrebno upoštevati pred dokončnim sprejemom nove zakonodaje o prevzemih.

5.2.2. Predlog zakona o spremembah in dopolnitvah Zakona o prevzemih (ZPre-A)

ZPre-A je predlog sprememb in dopolnitev veljavnega zakona, zato ne posega v koncept veljavne ureditve, ampak ga zgolj dopolnjuje in odpravlja njegove ključne pomanjkljivosti. Poglavitne spremembe, ki jih vsebuje ZPre-A, se tako nanašajo na:

- redefiniranje kriterijev za veljavnost zakona,
- podrobnejšo opredelitev povezanih oseb,
- večje pristojnosti Agencije,
- razširitev prepovedi obrambnih dejanj,
- redefiniranje pravice do iztisnitve,
- uvedbo pravice prodaje manjšinskega deleža,
- odpravo izjeme, ki velja za družbo pooblaščenko,
- strožje sankcioniranje kršitev (več o tem v poglavju 6.3.).

Novela jasno in nedvoumno definira prevzemni prag, določen za objavo ponudbe za odkup, in sicer na najmanj 25% vrednostnih papirjev ciljne družbe, ki zagotavljajo glasovalno pravico (1. člen). Poleg tega redefinira kriterije za veljavnost zakona, saj določa, da se zakon uporablja za vse javne delniške družbe, pa tudi za vse tiste (nejavne) družbe, ki so imele na dan 31.12. leta pred letom, ko je bila objavljena ponudba za odkup, najmanj 250 delničarjev in najmanj 1.000.000.000,00 SIT celotnega kapitala (2. člen).

Kot povezane osebe šteje novela tudi osebe, ki jih kot take definira zakon, ki ureja trg vrednostnih papirjev, k vrednostnim papirjem, ki se štejejo v kvorum za ugotavljanje

prevzemnega praga, pa uvršča tudi vrednostne papirje, ki pripadajo gospodarski družbi ali družbi pooblaščenki, ki ima v lasti najmanj 5% delež glasovalnih pravic ponudnika ter vrednostne papirje, katerih imetnik je gospodarska družba ali družba pooblaščenka, v kateri ima ponudnik ali z njim povezana oseba najmanj 25% glasovalnih pravic (4. člen).

Novela spreminja opredelitev prevzemnega praga v primeru utrjevanja kontrole, saj določa, da mora ponudbo za odkup dati oseba, ki je na podlagi uspešne ponudbe v skladu z zakonom že pridobila najmanj 25% vrednostnih papirjev z glasovalno pravico in je po končani ponudbi pridobila dodatnih 5% takšnih vrednostnih papirjev (4. člen). Odpravljena je torej zgornja omejitev 45%, ki jo za primere utrjevanja kontrole predpisuje ZPre, pri čemer se postavlja vprašanje smiselnosti tako radikalne spremembe. Po predlagani ureditvi bi namreč tudi oseba, ki že razpolaga s kvalificirano večino (npr. 75% glasovalnih pravic) za pridobitev dodatnih 5% delnic, morala objaviti ponudbo za odkup, kar se ne zdi smiselno. Oseba, ki že razpolaga takim (kontrolnim) deležem je namreč že morala objaviti javno ponudbo in so torej ostali delničarji imeli možnost izstopa iz družbe, zato ni posebej utemeljenih razlogov, da bi se postopek s ponudbo še enkrat ponavljal. Taka sprememba tudi s primerjalnega vidika ni utemeljena, saj v primerih utrjevanja kontrole tako Velika Britanija kot tudi Italija omejujeta veljavnost pravil o obvezni ponudbi zgolj na primere pridobivanja dodatnih delnic med 30% in 50%, ne pa tudi nad 50% delnic ciljne družbe. Glede na povedano bi bilo bolj primerno, da bi pravila o obvezni ponudbi v primerih utrjevanja kontrole omejili tako, da bi bil ponudbo za odkup vseh delnic dolžan objaviti le tisti prevzemnik, ki bi imel med 25% in 50% glasovalnih pravic in bi želel pridobiti dodatne delnice.

Pri določanju cene se v skladu z novelo dodatno omejuje svoboda ponudnika, saj bi moral v ponudbi vedno ponuditi ceno, ki ne bi smela biti nižja od najvišje cene, po kateri je pridobil vrednostne papirje v obdobju šestih mesecev pred objavo ponudbe (11. člen). Doslej je ta omejitev veljala le v izrecno določenih primerih (7. člen ZPre) (če je ponudnik v zadnjih 6 mesecih pridobil več kot 10% delnic ciljne družbe ali če je prekoračil prevzemni prag 25%), sprememba pa je smiselna, saj zagotavlja enako obravnavanje delničarjev. Isti cilj zasleduje določba, da je dolžan ponudnik, ki v enem letu po objavi ponudbe, pridobi delnice ciljne družbe po višji ceni, kot je bila določena v ponudbi, delničarjem, ki so ponudbo sprejeli, v denarju izplačati razliko v ceni (11. člen), s čimer se vzpostavlja poprevzemna zaščita delničarjev, ki je tudi primerjalnopravno utemeljena.

Novela v skladu z evropsko Direktivo (15. člen Direktive) uzakonja pravico do odkupa deleža manjšinskih delničarjev (pravica do iztisnitve), ki jo lahko uveljavi ponudnik, če

razpolaga z najmanj 90% vrednostnih papirjev ciljne družbe oziroma je s sprejemom ponudbe pridobil najmanj 90% vrednostnih papirjev, na katere se nanaša ponudba. Pravico do odkupa lahko ponudnik izkoristi v roku 3 mesecev po izpolnitvi navedenih pogojev, izstopajočim delničarjem pa mora ponuditi primerno ceno (59.a člen). Predlagana sprememba sicer predstavlja napredek v primerjavi z veljavno ureditvijo, vendar je iz nje mogoče razbrati, da pravice do iztisnitve ne pogojuje s predhodno objavo ponudbe za odkup, kar pomeni, da imajo to pravico tudi druge osebe, ki razpolagajo z 90% delnic določene družbe, čeprav tega deleža niso pridobile na podlagi ponudbe za odkup, kar po nepotrebnem širi njen domet.

Povsem na novo je v noveli opredeljena pravica do prodaje manjšinskega deleža, ki zagotavlja manjšinskim delničarjem, da uveljavijo pravico do prodaje svojega deleža za primerno ceno, če ponudnik po izteku ponudbe razpolaga z najmanj 90% vrednostnih papirjev ciljne družbe (63.a člen). Gre za ustrezno in primerjalnopravno utemeljeno spremembo, ki bo manjšinskim delničarjem omogočila, da bodo pod poštenimi pogoji izstopili iz družbe.

Izjemno pomembna je sprememba, ki je povezana z družbo pooblaščenko, saj je s črtanjem 81. člena ZPre odpravljena izjema, na podlagi katere družba pooblaščenka kljub prekoračenemu prevzemnemu pragu ni bila dolžna objaviti ponudbe za odkup. Na ta način bi se onemogočila nadaljnja zloraba družbe pooblaščenke za namene pridobivanja kontrolnega deleža v ciljni družbi, zlasti s strani menedžerjev.

Ugotoviti je torej mogoče, da predstavljajo predlagane spremembe v večjem delu ustrezen odziv na pomanjkljivosti, ki so se pokazale v času veljavnosti ZPre, pri čemer je novela tudi primerjalnopravno utemeljena in usklajena z evropsko Direktivo. Kljub temu pa novela ne odpravlja ene temeljnih pomanjkljivosti ZPre, in sicer neustrezno urejene korporacijske sankcije (več o tem v poglavju 6.3.), kar je največja pomanjkljivost ZPre-A.

5.2.3. Predlog Zakona o prevzemih (ZPre-1)

ZPre-1 je, za razliko od ZPre-A, predlog novega zakona, kar pomeni, da povsem na novo ureja obravnavano področje in zato tudi s konceptualnega vidika globlje posega v veljavno ureditev. Poleg številnih vsebinskih sprememb, se od veljavnega zakona razlikuje že po terminologiji (nov termin »*prevzemna ponudba*« namesto »*ponudba za odkup*«) in strukturi, kar kaže na povsem nov pristop k urejanju obravnavane problematike. Pri tem ni mogoče spregledati vpliva, ki ga je na vsebino predloga ZPre-1 imela evropska Direktiva, katere rok za implementacijo poteče 20. maja 2006.

Tako kot ZPre-A, tudi ZPre-1 redefinira kriterije za veljavnost zakona z določbo, da se zakon uporablja za vse javne delniške družbe, če se z njihovimi delnicami z glasovalno pravico trguje na organiziranem trgu, pa tudi za vse tiste (nejavne) družbe, ki so imele na zadnji dan pred letom, ki je pomembno za presojo uporabe tega zakona, najmanj 250 delničarjev in najmanj 1.000.000.000,00 SIT osnovnega kapitala (4. člen ZPre-1).

Prvi predlog ZPre-1, ki ga je pripravila projektna skupina, je predvideval zvišanje prevzemnega praga iz veljavnih 25% na 1/3 glasovalnih pravic v ciljni družbi (7. člen ZPre-1) z utemeljitvijo, da je veljavni prevzemni prag tudi primerjalnopravno med najnižjimi v Evropski uniji. Kljub temu je prevladalo prepričanje, da bi dvig prevzemnega praga na 1/3 predstavljal odstopanje v drugo skrajnost. Zaradi razpršenega lastništva, ki je še vedno značilno za večino delniških družb v Sloveniji, in zaradi majhne udeležbe na skupščinah delniških družb, je namreč v praksi z relativno majhnim deležem mogoče pridobiti nadzor nad določeno družbo. Prevzemni prag v višini 1/3 bi torej ob navedenih predpostavkah velikim delničarjem olajšal pridobivanje kontrolnega deleža v družbi, saj bi jim omogočal, da brez obveznosti objave prevzemne ponudbe pridobivajo delnice ciljne družbe do deleža 1/3 glasovalnih pravic, pri katerem pa bi dejansko že lahko izvrševali kontrolo v družbi in zato sploh ne bi več imeli potrebe po nadaljnjem pridobivanju delnic te družbe. Iz navedenih razlogov je ohranitev prevzemnega praga v višini 25% povsem primerna.

ZPre-1 pa povsem na novo ureja prevzemni prag v primerih utrjevanja kontrole, saj določa, da mora ponovno dati prevzemno ponudbo prevzemnik, ki je po končanem postopku uspešne prevzemne ponudbe pridobil 10% delež glasovalnih pravic, pri čemer ta obveznost preneha, ko prevzemnik pridobi najmanj 75% glasovalnih pravic ciljne družbe (12. člen ZPre-1). ZPre-1 torej v primerih utrjevanja kontrole na eni strani širi svoj domet z zviševanjem zgornje meje s sedanjih 45% na 75%, kar pomeni, da bo moral prevzemno ponudbo objaviti tudi prevzemnik, ki že razpolaga z relativno večino v družbi (npr. 51% glasovalnih pravic). Na drugi strani pa ZPre-1 po nepotrebnem zvišuje zahtevani delež dodatno pridobljenih delnic s 5% na 10%, s čimer dejansko oži svoj domet v najbolj občutljivem segmentu – pridobivanju dodatnih glasovalnih pravic tik nad prevzemnim pragom. Če bi namreč prevzemnik na podlagi prevzemne ponudbe pridobil na primer 30% glasovalnih pravic (ki mu še ne bi zagotavljale kontrolnega deleža), bi bil v skladu s predlagano ureditvijo dolžan objaviti novo prevzemno ponudbo šele, ko bi pridobil dodatnih 10% glasovalnih pravic. To pomeni, da bi lahko brez objave prevzemne ponudbe pridobil dodatnih 9,99% glasovalnih pravic (skupaj torej 39,99%), kar bi mu ob razpršeni lastniški strukturi že lahko omogočalo izvrševanje kontrole v družbi. Glede na povedano predlagana ureditev ni najbolj ustrezna in tudi s primerjalnega vidika ni posebej

utemeljena (več o tem v poglavju 5.2.2.), zato bi bilo bolj primerno, če bi bila prevzemna ponudba obvezna zgolj v primerih utrjevanja kontrole do višine 50%, vendar ne šele ob pridobitvi dodatnih 10% glasovalnih pravic, ampak že v primeru vsake dodatno pridobljene delnice. Na ta način bi bilo v večji meri zagotovljeno tudi varstvo manjšinskih delničarjev, saj prevzemnik ne bi mogel brez objave nove prevzemne ponudbe utrjevati kontrole tik nad mejo prevzemnega praga.

ZPre-1 posebno pozornost namenja usklajenemu delovanju, ki z vidika manjšinskega varstva predstavlja enega najbolj problematičnih delov zakonodaje o prevzemih. V tej zvezi ZPre-1 uveljavlja več zakonskih domnev, na podlagi katerih se domneva, da določene osebe delujejo usklajeno (8. člen ZPre-1), kar pomeni, da se breme dokazovanja prenaša na domnevnega kršitelja. Le-ta bo moral dokazati, da njegovo delovanje in delovanje tretjih oseb ni usklajeno, kar predstavlja bistven napredek v primerjavi z veljavno ureditvijo, ko leži dokazno breme na tistih, ki se na usklajeno delovanje sklicujejo. V skladu s predlagano ureditvijo se primeri kot je bilo ravnanje družb Istrabenz d.d. in Pivovarna Laško d.d. pri pridobivanju deležev v družbi Mercator d.d. ne bi mogli več zgoditi (Sovdat, Toplak, 2006, str. 7).

Na novo je urejeno tudi obveščanje o pridobivanju kvalificiranega deleža, saj ZPre-1 določa, da mora oseba, ki doseže, preseže ali neha presegati 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 1/3, 50% in 75% delež glasovalnih pravic, o tem obvestiti izdajatelja in Agencijo v štirih delovnih dneh, ko je izvedela ali bi morala izvedeti, da je imetnik kvalificiranega deleža. Določba je nekoliko nerodno oblikovana, saj ni nobene potrebe po zapisovanju konkretnih deležev, poleg tega pa so izpuščeni ključni deleži v bližini oziroma tik nad prevzemnim pragom (30%, 35%, 40% itd), glede katerih obstaja največja potreba po tem, da se o njihovi pridobitvi obvesti javnost. Zaradi povedanega bi bilo smiselno razmisliti o ohranitvi veljavnega določila 64. člena ZPre, po katerem nastane dolžnost obveščanja o pridobitvi kvalificiranega deleža ob pridobitvi 5% in vsakih nadaljnjih 5% delnic ciljne družbe z glasovalno pravico.

V skladu z ZPre-1 je edina dolžnost prevzemnika, ki doseže prevzemni prag, da objavi prevzemno ponudbo. Zakon namreč izrecno izključuje kontrahirno dolžnost, saj določa, da imetniki vrednostnih papirjev ciljne družbe ne pridobijo pravice od prevzemnika zahtevati sklenitev pogodbe o odkupu njihovih delnic, temveč za prevzemnika, ki krši to svojo obveznost, nastopi le mirovanje glasovalnih pravic (12. člen ZPre-1). Kocbek je prepričan, da je to tudi edina možnost, vendar temu stališču ni mogoče povsem pritrditi. Prav kontrahirna dolžnost bi bila namreč lahko izjemno učinkovita zaščita manjšinskih delničarjev, ki bi omogočala, da bi vsi delničarji lahko zahtevali od prevzemnika odkup njihovih delnic pod enakimi pogoji, kar bi pomenilo, da bi bili pri prevzemni premiji vsi delničarji udeleženi enakopravno (Sovdat, Toplak,

2006, str. 7). Glede na povedano bi bilo pred dokončnim sprejemom ZPre-1 vendarle smiselno razmisliti tudi o uzakonitvi kontrahirne dolžnosti, kot ene izmed možnih posledic (sankcij) za primere kršitve pravil o obvezni ponudbi.

Pri določanju cene ZPre-1, še v večji meri kot ZPre-A, omejuje svobodo prevzemnika, saj določa, da cena v prevzemni ponudbi ne sme biti nižja od najvišje cene, po kateri je prevzemnik pridobil vrednostne papirje v obdobju 12 mesecev pred objavo ponudbe (2. odstavek 17. člena ZPre-1). Enako kot v ZPre-A, pa je tudi v ZPre-1 uveljavljena poprevzemna zaščita delničarjev, saj mora prevzemnik, ki v enem letu po izteku roka za sprejem ponudbe, pridobi delnice ciljne družbe po višji ceni, kot je bila določena v ponudbi, akceptantom v denarju izplačati razliko v ceni (3. odstavek 17. člena ZPre-1).

V zvezi z mnenjem uprave ciljne družbe ZPre-1 ohranja veljavno ureditev (34. člen ZPre-1), čeprav bi bilo predpisani vsebini mnenja, po vzoru Velike Britanije, smiselno dodati še mnenje neodvisnega finančnega strokovnjaka, ki bi ocenil dano ponudbo, kar bi delničarjem ciljne družbe zlasti v primerih menedžerskih odkupov omogočilo lažjo in bolj pretehtano odločitev o ponudbi.

ZPre-1, podobno kot ZPre-A, uzakonja izključitev manjšinskih delničarjev, kot pravico prevzemnika, ki je na podlagi uspešne ponudbe pridobil najmanj 90% delnic z glasovalno pravico, da pod pogoji iz zakona, ki ureja gospodarske družbe, doseže izključitev manjšinskih delničarjev iz družbe (68. člen ZPre-1). Pod enakimi pogoji je na novo urejen tudi izstop manjšinskih delničarjev iz družbe (69. člen ZPre-1), ki bo manjšinskim delničarjem omogočil, da bodo pod poštenimi pogoji izstopili iz družbe.

V zvezi z družbo pooblaščenko tudi ZPre-1 (enako kot ZPre-A) odpravlja izjemo, na podlagi katere družba pooblaščenka kljub prekoračenemu prevzemnemu pragu ni bila dolžna objaviti ponudbe (81. člen ZPre), s čimer se onemogoča nadaljnja zloraba instituta družbe pooblaščenke. Na ta način bo vzpostavljen sistem, ki bo vse subjekte, ki bodo želeli pridobiti kontrolni položaj v ciljni družbi, obravnaval enako.

Za nadzor nad izvajanjem zakona je tudi v skladu z ZPre-1 pristojna Agencija, ki bo poleg sedanjih pristojnosti od oseb, za katere sumi, da so delovale usklajeno, lahko zahtevala dodatna poročila in informacije, pa tudi opravila pregled njihovega poslovanja (70. člen ZPre-1), kar bo omogočilo večjo učinkovitost njenega dela.

Glede na povedano je mogoče ugotoviti, da ZPre-1, še v večji meri kot ZPre-A, spreminja veljavno ureditev prevzemov v Sloveniji, pri čemer bolj dosledno in celovito odpravlja ključne pomanjkljivosti, ki so se pokazale ob uporabi ZPre.

6. VARSTVO PRAVIC MANJŠINSKIH DELNIČARJEV V PRIMERIH KONCENTRACIJE LASTNIŠTVA V SLOVENIJI

6.1. Pravice manjšinskih delničarjev pri rednem delovanju družbe

Temelja razmerja med delničarji pri rednem delovanju družbe ureja ZGD-1. Gre za razmerja med obstoječimi delničarji določene družbe, pri katerih imajo posamezni delničarji zaradi večjega lastniškega deleža tudi večji vpliv na upravljanje družbe, drugi delničarji pa predstavljajo manjšino, ki na upravljanje družbe nima pomembnejšega vpliva. Da torej manjšinski delničarji ne bi bili brez vsakršnega varstva prepuščeni odločitvam večine, vzpostavlja zakon mehanizme, s katerimi lahko manjšina omejuje moč večine oziroma izvršuje kontrolo nad odločitvami večine. V tej zvezi ima osrednje mesto načelo enakega položaja delničarjev, ki določa, da morajo organi družbe delničarje ob enakih pogojih obravnavati enako (221. člen ZGD-1 oziroma 219. člen ZGD). To pomeni, da se nosilec odločanja (uprava, nadzorni svet, skupščina) prepoveduje privilegiranje posameznih delničarjev zaradi njihovega (večjega) vpliva na upravljanje družbe. V praksi je to seveda težko povsem preprečiti, saj imajo kontrolni delničarji že zaradi svojih predstavnikov v organih družbe privilegiran položaj, vendar lahko ostali delničarji s sklicevanjem na to načelo, pri uresničevanju drugih članskih pravic, zahtevajo enakopravno obravnavo.

Poleg navedenega načela daje ZGD-1 manjšinskim delničarjem tudi povsem konkretna upravičenja, ki jih lahko izvršujejo in se nanje sklicujejo pri rednem delovanju družbe. Zanje je značilno, da je za njihovo uveljavljanje praviloma potrebno določeno število delničarjev (največkrat 10% osnovnega kapitala), poleg tega pa se praviloma uresničujejo z intervencijo sodišča, kar pomeni, da jih manjšinski delničarji ne morejo izvrševati samostojno, ampak lahko to storijo le prek sodišča. Kot najpomembnejše manjšinske pravice pri rednem delovanju družbe je mogoče izpostaviti: zahtevo po vnovičnem preizkusu poročila ustanoviteljev (220. člen ZGD-1 oziroma 218. člen ZGD), pravico do obveščeniosti (305. člen ZGD-1 oziroma 293. člen ZGD), zahtevo za sklic skupščine in objavo dnevnega reda (296. člen ZGD-1 oziroma 284. člen ZGD), nasprotne predloge delničarjev na skupščini (300. člen ZGD-1 oziroma 288. člen ZGD), pravico vrstnega reda pri odločanju o izvolitvi članov nadzornega sveta (312. člen ZGD-1 oziroma 300. člen ZGD), zahtevo za imenovanje in odpoklic člana nadzornega sveta (276. člen ZGD-1 oziroma 267. člen ZGD) in zahtevo in predlog za prenehanje družbe (404. člen ZGD-1 oziroma 371. člen ZGD). Vse navedene pravice dajejo torej manjšinskim delničarjem konkretna upravičenja, ki zagotavljajo varstvo njihovih pravic pri rednem delovanju družbe.

ZGD-1 večino izmed navedenih pravic manjšinskih delničarjev ureja enako kot ZGD, pri čemer zaradi poenotenja ureditve v okviru novega pododdelka z naslovom »Revizija in uveljavljanje odškodninskih zahtevkov« ureja tudi zahtevo za posebno revizijo in zahtevo za izredno revizijo, ki sta bila pred njegovo uveljavitvijo urejena v ZPre. ZGD namreč ni uredil vseh področij manjšinskega varstva pri rednem delovanju družbe, zato je ZPre, ki je bil sprejet 4 leta kasneje, zapolnil pravno praznino in poleg vprašanj, povezanih s pridobivanjem nadzora nad določenim podjetjem, v XV. poglavju z naslovom »Posebna revizija in uveljavljanje odškodninskih zahtevkov« uredil tudi dva instituta, ki sta dejansko povezana z rednim delovanjem družbe. Gre za dve izjemno pomembni manjšinski pravici – zahtevo za posebno revizijo (318. – 321. člen ZGD-1 oziroma 67. – 73. člen ZPre) in zahtevo za izredno revizijo (322. – 326. člen ZGD-1 oziroma 74. – 78. člen ZPre), ki dajeta manjšinskim delničarjem možnost zahtevati dodatno revizijo poslovanja organov družbe in uveljavljanja odškodninskih zahtevkov v primeru ugotovljenih kršitev (327. – 328. člen ZGD-1).

Poleg tega vsebuje ZGD-1 oddelek z naslovom »Posebne določbe o obravnavi manjšinskih delničarjev«, kjer sta na novo urejena institut izključitve manjšinskih delničarjev iz družbe in pravica manjšinskih delničarjev do izstopa iz družbe. Na podlagi pravil o izključitvi manjšinskih delničarjev iz družbe bo lahko delničar, ki razpolaga z delnicami najmanj v višini 90% osnovnega kapitala družbe (glavni delničar), predlagal sprejem skupščinskega sklepa o prenosu delnic preostalih (manjšinskih) delničarjev na njega, pri čemer jim bo moral ponuditi primerno denarno odpravnino (384. člen ZGD-1). Ker gre za izjemno velik poseg v pravice manjšinskih delničarjev (razlastitev njihovih delnic), zakon omogoča sodni preizkus denarne odpravnine. Tako lahko v primeru, če ponujena odpravnina ni primerna, če glavni delničar sploh ni ponudil odpravnine ali če je ni ponudil pravilno, vsak manjšinski delničar predlaga, da primerno odpravnino določi sodišče (388. člen ZGD-1). Na ta način je vzpostavljen sistem, ki onemogoča največje zlorabe prevladujočega položaja glavnega delničarja. Kljub temu pa morebitnega oškodovanja manjšinskih delničarjev ne bo mogoče povsem preprečiti. Primernost odpravnine se bo namreč določala glede na premoženjsko in profitno stanje družbe v trenutku odločanja o izključitvi, kar pomeni, da obstaja nevarnost, da bi glavni delničar zahteval izključitev manjšinskih delničarjev iz družbe ob (lahko tudi navidezno) slabem finančnem stanju družbe (na katerega ima popoln vpliv), zaradi česar bi lahko izključenim delničarjem ponudil ustrezno nižjo odpravnino. Pod enakimi pogoji je urejena tudi pravica manjšinskih delničarjev do izstopa iz družbe. Tako mora glavni delničar na zahtevo manjšinskih delničarjev le-tem ponuditi primerno denarno nadomestilo za odkup njihovih delnic (389. člen ZGD-1), kar omogoča manjšini, da pod pravičnimi pogoji izstopi iz družbe, v kateri zaradi prevladujočega položaja večinskega delničarja nima nobenega vpliva.

6.2. Varstvo pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva na podlagi ZPre

6.2.1. Splošno

V predhodnih poglavjih so bili predstavljeni pogoji, ki jih zakon določa za objavo ponudbe za odkup ter postopki in pravila, ki jih morajo spoštovati in se po njih ravnati vsi subjekti v postopkih koncentracije lastništva. Vendar so vsa dosedanja razpravljanja temeljila na predpostavki, da oseba (ali skupina povezanih oseb), ki izpolni zakonsko določene pogoje, v skladu s predpisanim postopkom bodisi objavi ponudbo za odkup vseh delnic (v primeru prekoračitve prevzemnega praga) bodisi javno objavi pridobitev kvalificiranega deleža (v primeru pridobitve kvalificiranega deleža). Ker pa zakon udeležencem na trgu vrednostnih papirjev ne more preprečiti, da bi kljub preseženem prevzemnem pragu oziroma pridobitvi kvalificiranega deleža brez objave ponudbe za odkup oziroma brez objave pridobitve kvalificiranega deleža še naprej pridobivali delnice ciljne družbe, se zastavlja vprašanje, od katerega je odvisen celoten koncept manjšinskega varstva – kakšne so posledice, če kljub izpolnjenim zakonskim predpostavkam ponudba za odkup ni dana oziroma pridobitev kvalificiranega deleža ni objavljena.

V nadaljevanju bom zato poskušal ugotoviti, ali vzpostavlja ZPre učinkovite mehanizme, ki preprečujejo kršitve pravil o obvezni ponudbi ter pravil o objavi pridobitve kvalificiranega deleža in ali daje manjšinskim delničarjem kakršnekoli pravice oziroma instrumente, na podlagi katerih lahko na kakršenkoli način zavarujejo svoje pravice in interese. Doseganje namena zakona je namreč v veliki meri odvisno prav od odgovorov na zastavljena vprašanja, saj si učinkovitega manjšinskega varstva ni mogoče predstavljati zgolj s podrobnim normiranjem, brez ustreznih mehanizmov in instrumentov, ki preprečujejo kršitve in zlorabe ter omogočajo manjšinskim delničarjem učinkovito varstvo njihovih pravic in interesov.

6.2.2. Kršitev obveznosti objave ponudbe za odkup

6.2.2.1. Korporacijska sankcija

ZPre predvideva možnost, da pridobitelj kljub izpolnjenim zakonskim predpostavkam (prekoračen prevzemni prag) ne objavi ponudbe za odkup in še naprej pridobiva delnice ciljne družbe, s čimer krši pravila o obvezni ponudbi, torej prisilne predpise. Za kršitev prisilnih predpisov v pravnem redu niso predpisane enotne sankcije, načeloma pa velja, da je pogodba, ki nasprotuje ustavi, prisilnim predpisom ali

moralnim načelom nična, razen če namen kršenega pravila ne odkazuje na kakšno drugo sankcijo ali če zakon v posameznem primeru ne predpisuje kaj drugega. Če je sklenitev določene pogodbe prepovedana samo eni stranki, ostane pogodba praviloma v veljavi, razen če ni v zakonu za posamezni primer določeno kaj drugega, stranko, ki je prekršila prepoved, pa zadenejo ustrezne posledice (86. člen OZ). Ničnost torej ni edina možna sankcija v primerih, ko je pravni posel sklenjen v nasprotju s prisilnimi predpisi, saj zakon lahko določa tudi druge, za posamezni konkretni primer bolj primerne sankcije.

ZPre ničnosti pravnega posla, na podlagi katerega je pridobitelj v nasprotju s pravili o obvezni ponudbi pridobil delnice ciljne družbe, ne predpisuje, kar pomeni, da ne posega v obligacijskopravna razmerja, na podlagi katerih so bile (sicer v nasprotju z zakonom) pridobljene delnice. Pridobitev je zato veljavna, vendar jo zakon sankcionira drugače. V skladu s svojim namenom – preprečiti prevzemniku, da bi v nasprotju z zakonom pridobil nadzor nad ciljno družbo – zakon predpisuje korporacijsko sankcijo. Pridobitelj namreč iz delnic, ki jih je pridobil v nasprotju s pravili o obvezni ponudbi, nima pravice do glasovanja oziroma do upravljanja družbe (1. odstavek 55. člena ZPre). Pridobitev delnic brez javne ponudbe je torej veljavna, vendar pridobitelj na podlagi tako pridobljenih delnic ne more izvrševati glasovalnih pravic, medtem ko druga upravičenja iz delnic, zlasti premoženjska upravičenja (pravica do dividende itd), pridobitelju ostanejo.

V nasprotju s številnimi tujimi ureditvami (tudi Veliko Britanijo in Italijo) pa je izguba glasovalnih pravic v skladu z ZPre omejena le na delnice, ki jih je pridobitelj pridobil v nasprotju s pravili o obvezni ponudbi in ne na vse delnice ciljne družbe, s katerimi razpolaga. Na delnice, ki ne presegajo prevzemnega praga, se namreč korporacijska sankcija ne razteza, zato lahko pridobitelj iz teh delnic uveljavlja vse (tudi glasovalne) pravice. Ker pa se ob odvzemu glasovalnih pravic iz nezakonito pridobljenih delnic zmanjša skupno število možnih glasov v družbi, bi se relativna moč pridobiteljevih zakonito pridobljenih delnic lahko povečala, kar bi v določenih primerih pomenilo, da bi pridobitelj že na podlagi teh delnic lahko povečal svojo moč do te mere, da bi pridobil relativno ali celo absolutno večino v družbi in s tem položaj kontrolnega delničarja. S tem bi dejansko brez javne ponudbe za odkup pridobil nadzor nad ciljno družbo. Da bi preprečil tako možnost, zakon določa, da se pridobiteljev položaj tudi po nezakoniti pridobitvi delnic v relativnem smislu ne spremeni (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 163). Pridobitelju, ki že ima delnice ciljne družbe, se namreč pri izvrševanju glasovalne pravice iz teh delnic, odstotek od glasovalnih pravic, ki izhajajo iz vseh izdanih delnic ciljne družbe, zniža sorazmerno s številom delnic, pridobljenih na podlagi pravnega posla, ki je v nasprotju z zakonom, tako da ima pri uresničevanju glasovalne pravice enak odstotek, kot ga je imel pred pridobitvijo

delnic v nasprotju z zakonom (2. odstavek 55. člena ZPre). To pomeni, da glasovalne pravice iz nezakonito pridobljenih delnic dejansko prirastejo ostalim delničarjem, tako da ostane pridobiteljev položaj v relativnem smislu nespremenjen (Zdolšek, 2003, str. 1418). Na ta način se z matematično operacijo sicer poseže tudi v zakonito pridobljene delnice, vendar z namenom zagotovitve nespremenjenega položaja delničarjev pri upravljanju družbe. Delnic namreč ni mogoče obravnavati zgolj kot vrednostnih papirjev, ki bi dajali določene absolutne pravice, ampak je zlasti z vidika upravljanja družbe potrebno upoštevati relativno upravljalno moč, ki jo delnice zagotavljajo posameznemu delničarju (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 164). Zato je bistvenega pomena, da pridobiteljev položaj v relativnem smislu ostane nespremenjen.

Ker pa je korporacijska sankcija omejena zgolj na odvzem glasovalnih pravic, sama po sebi nima nobenih učinkov, dokler ne pride do glasovanja na skupščini delniške družbe. Korporacijska sankcija namreč dejansko zaživi šele ob glasovanju na skupščini, ko je potrebno ugotoviti, s kakšnim številom in deležem glasovalnih pravic lahko glasuje posamezni delničar. Ker mora pridobiteljev položaj v relativnem smislu ostati nespremenjen (55. člen ZPre), je iz glasovanja najprej potrebno izločiti glasove pridobitelja, ki izhajajo iz nezakonito pridobljenih delnic ter jih porazdeliti med ostale delničarje. V nasprotnem primeru bi bilo glasovanje pridobitelja z vsemi (tudi nezakonito pridobljenimi) delnicami, v nasprotju z zakonom, zato bi bilo mogoče tako sprejete skupščinske sklepe izpodbijati pred sodiščem (1. odstavek 395. člena ZGD-1 oziroma 364. člena ZGD). Vendar tudi v tem primeru skupščinski sklepi še ne bi bili avtomatično neveljavni, saj bi bilo najprej potrebno ugotoviti, ali bi bili na podlagi pravilno izvedenega glasovanja skupščinski sklepi sprejeti ali ne, torej ali je za njihov sprejem glasovala zadostna večina (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 162). Šele v primeru, če skupščinski sklepi na podlagi glasovanja v skladu z zakonom ne bi bili sprejeti, bi jih bilo mogoče uspešno izpodbijati. Uveljavljanje korporacijske sankcije je torej praviloma možno šele v naknadnem sodnem postopku, saj si je težko zamisliti, da bi se že na skupščini delniške družbe pred začetkom glasovanja ugotovljalo, s kakšnim številom in deležem glasovalnih pravic lahko glasuje pridobitelj, ki je brez objave ponudbe za odkup presegele prevzemni prag. To je zlasti problematično v primeru povezanih oseb, ko je usklajeno ravnanje potrebno posebej dokazovati, kar je mogoče zgolj v ustreznem sodnem postopku.

Glede na navedeno je mogoče ugotoviti, da korporacijska sankcija, ki jo za primer kršitev pravil o obvezni ponudbi predpisuje ZPre, ni ustrezno urejena in se je tudi v praksi izkazala kot izjemno neučinkovita. Ker je odvzem glasovalnih pravic omejen le na delnice, pridobljene v nasprotju s pravili o obvezni ponudbi, je zakon zaradi ohranjanja enakih relativnih razmerij pri upravljanju družbe vzpostavil zapleten

mehanizem, na podlagi katerega bi bilo potrebno pred glasovanjem na skupščini izračunati deleže glasovalnih pravic posameznih delničarjev ter jim dopustiti glasovanje le s tako ugotovljenimi deleži. Ker je v praksi to praktično neizvedljivo, se lahko korporacijska sankcija uveljavlja šele naknadno z izpodbijanjem skupščinskih sklepov pred sodiščem, kar je povezano z zapletenimi postopki (udeležba na skupščini, napoved izpodbijanja, izpodbojna tožba itd), visokimi stroški ter dolgotrajnimi sodnimi postopki, kar popolnoma zmanjšuje njeno učinkovitost.

Mnogo bolj učinkovita in tudi primerjalnopravno utemeljena bi bila sankcija z odvzemom vseh glasovalnih pravic pridobitelja in z njim povezanih oseb, ki bi v nasprotju s pravili o obvezni ponudbi pridobili delnice ciljne družbe. Na ta način bi se na zasedanju skupščine in v kasnejših sodnih postopkih izognili zapletenim mehanizmom ugotavljanja deležev glasovalnih pravic posameznih delničarjev, saj bi kršiteljem onemogočili vsakršno sodelovanje pri upravljanju družbe, torej kakršnokoli glasovanje na skupščini, kar bi gotovo imelo tudi določene generalno-preventivne učinke. Poleg tega bi bilo kršiteljem, podobno kot v Italiji, potrebno naložiti, da v določenem roku prodajo delnice ciljne družbe, s katerimi presegajo prevzemni prag, v nasprotnem primeru bi grozile članom uprave in nadzornega sveta visoke kazni, kar bi poudarilo tudi njihovo osebno odgovornost.

6.2.2.2. Kazenska sankcija

Poleg korporacijske sankcije predpisuje zakon za kršitelje tudi kazensko sankcijo v obliki denarne kazni v znesku najmanj 500.000,00 SIT, s katero se za prekršek kaznuje pravna oseba ali posameznik, ki ne da ponudbe za odkup vrednostnih papirjev, čeprav je to dolžna storiti (1. odstavek 84. člena ZPre). Odgovorna oseba se za isti prekršek kaznuje z denarno kaznijo v znesku najmanj 50.000,00 SIT. Ugotoviti je mogoče, da so predpisane denarne kazni (tudi s primerjalnega vidika) izjemno nizke, saj predstavljajo za potencialnega kršitelja bistveno manjše finančno breme kot bi ga predstavljalo spoštovanje pravil o obvezni ponudbi, zato so se v praksi izkazale za povsem neučinkovite. V prihodnje bi jih bilo potrebno bistveno povišati, tako da bi za potencialne kršitelje predstavljale resno grožnjo, hkrati pa bi bil po vzoru Italije smiseln razmislek o poudarjeni osebni odgovornosti odgovornih oseb.

6.2.2.3. Druge sankcije

Poleg korporacijske in kazenske sankcije, predpisuje ZPre še eno sankcijo oziroma posledico za primer kršitve pravil o obvezni ponudbi. Če namreč pridobitelj kasneje

vendarle objavi ponudbo za odkup, mora poleg vseh drugih pravil in postopkov, ki sicer veljajo za obvezno ponudbo, upoštevati še dve omejitvi. Obvezno mora ponuditi izplačilo cene v denarju (5. odstavek 8. člena ZPre), poleg tega pa je omejen pri oblikovanju cene, saj mora v ponudbi ponuditi najvišjo od cen, ki jo je plačal za katerokoli pridobitev vrednostnih papirjev po tem, ko je pridobil 25% vrednostnih papirjev ciljne družbe (5. odstavek 7. člena ZPre). Na ta način se zagotavlja enako obravnavanje delničarjev ciljne družbe, ki so pridobitelju delnice prodali pred objavo ponudbe in delničarjev, ki sprejmejo naknadno objavljeno ponudbo.

6.2.3. Pravica do obveščnosti o pridobitvi kvalificiranega deleža

Eno temeljnih načel ureditve sekundarnega trga vrednostnih papirjev ter s tem tudi prevzemov delniških družb je zagotavljanje vseh potrebnih informacij na trgu oziroma javna dostopnost informacij, ki so vlagateljem potrebne za oceno morebitne naložbe. Že Zakon o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ZTVP-1) ureja postopek razkritja podatkov javnosti na primarnem trgu (prospekt za javno ponudbo vrednostnih papirjev – 22. člen ZTVP-1) ter v določeni meri tudi na sekundarnem trgu (sprotno obveščanje – 66. člen ZTVP-1), vendar ZPre to ureditev dopolnjuje in dolžnost razkritja podatkov razširja tudi na področje prevzemov delniških družb.

Zakon določa, da mora oseba, ki posredno (prek povezanih oseb) ali neposredno pridobi 5% vseh delnic oziroma drugih vrednostnih papirjev izdajatelja, ki zagotavljajo glasovalno pravico, ter vsakih nadaljnjih 5% navedenih vrednostnih papirjev, o tem najkasneje v roku 3 delovnih dni od dneva, ko je izvedela ali bi morala izvedeti, da je imetnik kvalificiranega deleža, obvestiti njihovega izdajatelja in Agencijo, pri čemer mora izdajatelj, ki je prejel tako obvestilo, to objaviti najkasneje v roku 3 delovnih dni po njegovem prejemu (64. člen ZPre). Pridobivanje kvalificiranih deležev je namreč lahko pomemben znak, da se pripravlja prevzem, zato je zaradi preprečevanja ugibanj in govoric, takšna dejstva potrebno nemudoma sporočiti javnosti oziroma vlagateljem (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 183). Na podlagi obvestil o pridobivanju kvalificiranih deležev je namreč mogoče sklepati o morebitnem prevzemu družbe, ugotavljati razpršenost vrednostnih papirjev, ugotoviti kdo so imetniki kvalificiranih deležev, kakšne so njihove poslovne aktivnosti in načrti itd. Imetnik vrednostnih papirjev se na podlagi take informacije lahko odloči, da bo delnice prodal ali da jih ne bo prodal, potencialni kupci pa lahko ugotovijo, ali je nakup smiseln kot dolgoročnejša naložba ali le kot kratkoročna naložba glede na možnost prevzema. Zakon torej določa dolžnost obveščanja o pridobivanju kvalificiranega deleža zato, da se lahko udeleženci na trgu vrednostnih papirjev na podlagi te informacije čim bolj pravilno odločijo glede nakupa ali prodaje delnic

(Zdolšek, 2003, str. 1422), z javnim obveščanjem o pridobivanju kvalificiranega deleža pa se zagotavlja tudi enaka obveščenost vseh udeležencev na trgu vrednostnih papirjev in se posledično zmanjšuje možnost zlorabe notranjih informacij.

6.2.3.1. Korporacijska sankcija

V primeru, da imetnik kvalificiranega deleža svoje obveznosti ne izpolni in o pridobitvi kvalificiranega deleža ne obvesti izdajatelja in Agencije, iz delnic, ki presegajo kvalificiran delež, nima pravice do glasovanja oziroma do udeležbe pri upravljanju družbe (65. člen ZPre). S tem je za primer kršitve dolžnosti obveščanja o pridobitvi kvalificiranega deleža predpisana korporacijska sankcija. Vendar izguba glasovalnih pravic ni trajna, ampak lahko pridobitelj glasovalne pravice z naknadnim obvestilom restituira (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 184), kar dejansko pomeni, da je od pridobitelja kvalificiranega deleža odvisno, kdaj bo pridobitev kvalificiranega deleža javno objavil, kljub temu da je objava teh informacij lahko ključnega pomena za ravnanje ostalih udeležencev na trgu. Z naknadnim obvestilom se torej pridobitelj lahko izogne korporacijski sankciji, čeprav naknadna objava kršitve notifikacijske dolžnosti dejansko ne sanira, saj so posamezni delničarji lahko že pred naknadno objavo prodali ali kupili svoje delnice, česar morda ne bi storili, če bi vedeli za koncentracijo lastništva.

Poleg tega pridobitelj zaradi kršitve notifikacijske dolžnosti ne izgubi vseh glasovalnih pravic iz delnic ciljne družbe, ampak le tiste, ki kvalificiran delež presegajo, zato je neučinkovitost korporacijske sankcije enaka kot v primeru kršitve pravil o obvezni ponudbi (poglavje 6.2.2.1.). Brez dvoma bi bila korporacijska sankcija bolj učinkovita, če bi kršitelj izgubil glasovalne pravice iz vseh delnic ciljne družbe, saj bi imela taka sankcija tudi določene generalno-preventivne učinke, ki bi odvrčale potencialne kršitelje od kršitev pravil o notifikacijski dolžnosti.

6.2.3.2. Kazenska sankcija

Poleg korporacijske sankcije zakon tudi za primer kršitve notifikacijske dolžnosti predpisuje kazensko sankcijo v obliki denarne kazni v znesku najmanj 300.000,00 SIT, s katero se za prekršek kaznuje pravna oseba ali posameznik, ki o pridobitvi kvalificiranega deleža ne obvesti izdajatelja delnic in Agencije (1. odstavek 86. člena ZPre). Odgovorna oseba se za isti prekršek kaznuje z denarno kaznijo v znesku najmanj 30.000,00 SIT. Tudi v tem primeru je mogoče ugotoviti, da so predpisane kazni izjemno nizke, zato so se v praksi izkazale kot povsem neučinkovite.

6.3. Varstvo pravic manjšinskih delničarjev na podlagi predloga ZPre-A

ZPre-A vsebuje poleg predhodno opisanih novosti (poglavje 5.2.2.) tudi spremembe na področju sankcioniranja, pri čemer se osredotoča zlasti na kršitve pravil o obvezni ponudbi. Vendar tudi novela, kljub izpostavljenim pomanjkljivostim, še vedno ohranja osnovno izhodišče korporacijske sankcije, ki kršitelja kaznuje zgolj z izgubo glasovalnih pravic iz delnic, pridobljenih v nasprotju z zakonom, medtem ko lahko glasovalne pravice iz drugih (zakonito pridobljenih) delnic še vedno uveljavlja v celoti, pri čemer se odvzete glasovalne pravice prištejejo glasovalnim pravicam drugih delničarjev v sorazmerju z njihovo udeležbo v osnovnem kapitalu družbe (55. člen). Predlagatelj se torej za razliko od številnih primerjalnopравnih ureditev (tudi Velike Britanije in Italije) ni odločil za učinkovitejše sankcioniranje kršiteljev z odvzemom vseh glasovalnih pravic, kar bi bilo glede na številne kršitve pravil o obvezni ponudbi, tudi z vidika generalne prevencije vsekakor bolj ustrezno.

Novela daje dodatne pristojnosti Agenciji, ki lahko pridobitelju, ki ne objavi namere za ponudbo oziroma ponudbe za odkup, z odločbo naloži, da v roku 3 delovnih dni objavi namero oziroma ponudbo oziroma odsvoji vrednostne papirje, ki jih je pridobil v nasprotju z zakonom, v nasprotnem primeru iz teh delnic ne more uresničevati nobenih pravic (55. člen). Gre za strogo sankcijo, zaradi katere pridobitelj iz nezakonito pridobljenih delnic izgubi vse (premoženjske in upravljalne) pravice, kar je mogoče razumeti kot pritisk na pridobitelja, da vendarle ravna zakonito.

Novela povečuje tudi učinkovitost kazenske sankcije, saj bistveno zvišuje predpisane kazni. Tako je za primer kršitve pravil o obvezni ponudbi zagrožena globa od 300.000,00 SIT do 90.000.000,00 SIT za pravno osebo oziroma od 30.000,00 SIT do 3.000.000,00 SIT za odgovorno osebo (84. člen), kar predstavlja grožnjo z velikim finančnim bremenom za potencialne kršitelje, zaradi česar naj bi jih odvrčala od kršitev.

Kljub navedenim novostim pa novela ne odpravlja vseh izpostavljenih slabosti veljavne ureditve (poglavje 5.1.6.), saj korporacijsko sankcijo še vedno omejuje le na nezakonito pridobljene delnice, poleg tega pa ne posega v sankcioniranje kršitev notifikacijske dolžnosti o pridobitvi kvalificiranega deleža, s čimer ohranja sedanjo (pomanjkljivo) ureditev, ki manjšinskim delničarjem ne zagotavlja ustreznega varstva. Glede na povedano bi bilo pred dokončnim sprejemom nove zakonodaje o prevzemih potrebno upoštevati in odpraviti tudi navedene pomanjkljivosti.

6.4. Varstvo pravic manjšinskih delničarjev na podlagi predloga ZPre-1

Zaradi ugotovljenih pomanjkljivosti ZPre v zvezi s sankcioniranjem, ZPre-1 (za razliko od ZPre-A), s povsem novim pristopom, ki je tudi primerjalnopravno utemeljen, bistveno bolje opredeljuje sankcije za primere kršitev. Zakon tako že borznoposredniški družbi nalaga, da mora odkloniti naročilo za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev, če ve, ali bi morala vedeti, da bi zaradi izvršitve naročila lahko prišlo do kršitve zakona (62. člen ZPre-1). S tem je poudarjena tudi odgovornost borznih posrednikov, ki so s svojim ravnanjem dolžni zagotavljati integriteto trga vrednostnih papirjev.

Ključna novost, ki jo v zvezi s sankcioniranjem uveljavlja ZPre-1, je mirovanje glasovalnih pravic prevzemnika, ki v primeru prekoračitve prevzemnega praga, ne sme izvrševati glasovalnih pravic iz vseh delnic ciljne družbe s katerimi razpolaga, dokler bodisi ne da prevzemne ponudbe bodisi ne odtuji delnic tako, da prevzemnega praga ne dosega več (63. člen ZPre-1). Na ta način je uveljavljena primerjalnopravno utemeljena in edina dejansko učinkovita sankcija – odvzem vseh glasovalnih pravic kršitelja, ki mu onemogoča vsakršno sodelovanje pri upravljanju ciljne družbe. Na ta način se izogne veljavnemu sistemu zapletenega mehanizma ugotavljanja deležev glasovalnih pravic, s katerimi lahko na skupščini glasuje posamezni delničar ter uveljavljanju korporacijske sankcije z izpodbijanjem skupščinskih sklepov, ki je povezano z dolgotrajnimi, zapletenimi in dragimi sodnimi postopki.

Ob popolnem odvzemu glasovalnih pravic pa ZPre-1 vzpostavlja še dodatne mehanizme, katerih namen je onemogočanje zlorab. Če bi namreč ciljna družba prevzemniku, kljub popolnemu odvzemu glasovalnih pravic, na skupščini omogočila uresničevanje glasovalnih pravic in bi bil zato sprejet sklep skupščine, ki sicer ne bi dobil zadostne podpore, bi se lahko z isto tožbo, s katero se zahteva razveljavitev skupščinskega sklepa, uveljavljal tudi ugotovitveni zahtevek, da je prevzemnik dosegel prevzemni prag in zahtevek za prepoved uresničevanja glasovalne pravice prevzemnika. Tako tožbo bi poleg upravičenih oseb na podlagi zakona, ki ureja gospodarske družbe, lahko vložila tudi Agencija, in sicer v roku 3 mesecev po koncu skupščine (64. člen ZPre-1). Sodba, s katero bo sodišče ugodilo prepovednemu zahtevku, bo imela učinek tudi na kasnejša zasedanja skupščine, kar bo pomenilo dodaten pritisk na kršitelja, da objavi prevzemno ponudbo oziroma zmanjša delež delnic z glasovalno pravico pod mejo prevzemnega praga.

ZPre-1 (podobno kot ZPre-A) bistveno zvišuje tudi predpisane kazni. Tako je za primer kršitve pravil o obvezni ponudbi zagrožena globa od 20.000.000,00 SIT do 90.000.000,00 SIT za pravno osebo oziroma od 600.000,00 SIT do 3.000.000,00 SIT za odgovorno osebo, kar predstavlja za potencialne kršitelje bistveno večje grožnjo kot zagrožene kazni v veljavni ureditvi, kar bi ob večji učinkovitosti pri izrekanju, moralo prispevati k večji učinkovitosti kazenske sankcije.

Glede na navedeno je mogoče zaključiti, da predstavljajo predlagane novosti ZPre-1 na področju sankcioniranja bistven napredek v primerjavi z veljavno ureditvijo, saj bo korporacijska sankcija z odvzemom vseh glasovalnih pravic končno lahko učinkovito preprečevala prevzemnikom, da bi brez prevzemne ponudbe pridobili in izvrševali kontrolo v ciljni družbi.

6.5. Varstvo pravic manjšinskih delničarjev na podlagi pravil korporacijskega prava

6.5.1. Odškodninska odgovornost na podlagi ZGD-1

Delničarji lahko v funkciji članov delniške družbe pretrpijo različne oblike škode, ki nastane bodisi kot posledica kršitve dolžnosti organov delniške družbe bodisi z dejanjem delniške družbe kot posebnega pravnega subjekta bodisi z ravnanjem sočlanov (drugih) delničarjev ali tretjih oseb. Pri tem so z vidika obravnavane problematike relevantna zlasti odškodninska razmerja, ki izvirajo iz:

- škode delničarjem oziroma družbi, ki so jo povzročili člani uprave ali nadzornega sveta družbe,
- škode delničarjem, ki jo je povzročil kontrolni delničar (Kocbek, 1996, str. 650).

Ker je namen tega dela obravnavanje problematike varstva pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva v podjetju, se bom v nadaljevanju omejil zlasti na škodo, ki jo zaradi nezakonitega ravnanja različnih subjektov lahko utrpijo posamezni (zlasti) manjšinski delničarji v postopkih koncentracije lastništva. V tej zvezi bom osvetlil različne vidike tovrstnega varstva, ter predstavil načine in sredstva, s katerimi lahko manjšinski delničarji škodo, ki jim pri teh postopkih nastane, restituirajo.

6.5.1.1. Odškodninska odgovornost na podlagi določil 263. člena ZGD-1 (258. člena ZGD)

Član organa vodenja ali nadzora mora pri opravljanju svojih nalog ravnati v dobro družbe s skrbnostjo vestnega in poštenega gospodarstvenika in varovati poslovno skrivnost družbe. Če pri tem družbi povzročijo škodo, so člani organa vodenja ali nadzora solidarno odškodninsko odgovorni za vso škodo, ki je nastala kot posledica kršitve njihovih nalog, razen če dokažejo, da so pošteno in vestno izpolnjevali svoje dolžnosti (263. člen ZGD-1 oziroma 258. člen ZGD). Zakon je torej s formulacijo »če pri tem družbi povzročijo škodo« omejil pravno priznano škodo na tisto škodo, ki je povzročena družbi in ne morda njenim delničarjem neposredno, zato ima odškodninski zahtevek zgolj družba in ne njeni delničarji (Kocbek, 1996, str. 651), ki v tej zvezi ne morejo vlagati odškodninskih zahtevkov v svojem imenu.

Na tem mestu je potrebno opozoriti na možnost izbire, ki jo uveljavlja ZGD-1, po katerem lahko družba izbere dvotirni sistem upravljanja z upravo in nadzornim svetom ali enotirni sistem upravljanja z upravnim odborom (2. odstavek 253. člena ZGD-1), kar pa na odgovornost odgovornih oseb z vsebinskega vidika nima vpliva. Poleg tega je pri ugotavljanju odškodninske odgovornosti potrebno upoštevati, da se vloga nadzornega sveta, ki je pristojen za nadzor nad vodenjem poslov družbe (1. odstavek 281. člena ZGD-1 oziroma 274. člena ZGD), razlikuje od vloge uprave, ki družbo vodi (265. člen ZGD-1 oziroma 246. člen ZGD), zato je tudi odgovornost njegovih članov vsebinsko drugačna. Vendar kršitev zakonsko in statutarno predpisanih dolžnosti članov uprave in nadzornega sveta povzroči smiselno enake vrste in temelje odgovornosti (Kocbek et al., 2002, str. 871).

Obravnavana odškodninska odgovornost se sicer primarno nanaša na odgovornost članov organov vodenja ali nadzora pri rednem poslovanju družbe, vendar je mogoče navedena pravila uporabiti tudi v primerih, ko bi navedene osebe v postopkih koncentracije lastništva kršile svoje dolžnosti in družbi povzročile škodo. Zaradi svojega položaja so namreč člani organov vodenja ali nadzora v postopkih koncentracije lastništva izpostavljeni številnim pritiskom in nasprotujočim si interesom, zato ni mogoče v celoti izključiti možnosti, da bi posamezne osebe ravnale v nasprotju z interesi družbe in njenih delničarjev, kar bi predstavljalo temelj za ugotavljanje morebitne odškodninske odgovornosti.

V primerih uveljavljanja odškodninske odgovornosti pa se zastavlja vprašanje, kdo lahko v imenu družbe kot oškodovanca sploh uveljavlja odškodninske zahteve zoper člane uprave, saj je v skladu z zakonom uprava organ, ki vodi in torej tudi zastopa družbo. Ker je razumljivo, da uprava ne more uveljavljati zahtevkov zoper

samo sebe, zakon določa, da družbo proti članom uprave zastopa predsednik nadzornega sveta (283. člen ZGD-1 oziroma 275. člen ZGD), zato je slednji v imenu družbe pooblaščen tudi za vlaganje tožbenih zahtevkov zoper člane uprave. Zastavlja pa se vprašanje kako ravnati, če predsednik nadzornega sveta svoje dolžnosti ne izpolni in tožbe zoper člane uprave ne vloži oziroma če člani uprave in člani nadzornega sveta skupaj nastopajo kot domnevni povzročitelji škode in pride do kolizije interesov, ko bi morala uprava, kot zakoniti zastopnik družbe, uveljavljati odškodninske zahteve zoper člane nadzornega sveta, predsednik nadzornega sveta pa zoper člane uprave. Ker tovrstni primeri niso tako redki, so nujno potrebni mehanizmi, ki zagotavljajo varstvo pravic delničarjev tudi v primerih, ko družba oziroma njeni organi ne uveljavljajo odškodninskih zahtevkov zoper odgovorne osebe.

V primerjalnem korporacijskem pravu je to vprašanje učinkovito urejeno. Tako je mogoče najti pravila o odškodninski odgovornosti organov družbe v zvezi z izvajanjem njihovih pristojnosti in izpolnjevanjem njihovih dolžnosti, pa tudi o odškodninski odgovornosti oseb, ki so vplivale na člane organov, da so poslovali v škodo družbe ali njenih delničarjev. V tej zvezi zavzema primerjalno pravo načeloma enotno stališče, da gre za škodo storjeno družbi in ne delničarjem neposredno, zato odškodninski zahtevek ne pripada delničarjem, temveč družbi, ki ga uveljavlja preko za to pristojnih organov (zlasti uprave in nadzornega sveta). Ker pa v določenih primerih večinski delničarji (prek uprave oziroma nadzornega sveta) niso zainteresirani za vložitev odškodninskega zahtevka proti kršiteljem, čeprav bi bilo to v korist družbe, daje primerjalno pravo v tej zvezi določene pravice manjšinskim oziroma posameznim delničarjem, s čimer se skuša zagotoviti pravilno vodenje družbe (Senčur, 1998, str. 84). V zvezi s tovrstnim varstvom sta se primerjalnopravno razvila dva sistema – angloameriški sistem, ki daje posameznim delničarjem široke možnosti za vlaganje tožb v imenu družbe (t.i. derivativna oziroma izvedena tožba) in kontinentalni (zlasti germanski) sistem, kjer je pravica do uveljavljanja zahtevkov družbe praviloma določena kot manjšinska pravica in le redko kot tožbeno upravičenje vsakega posameznega delničarja (Senčur, 1998, str. 88).

ZGD v tej zvezi ni vseboval nobenih pravil, ki bi delničarjem bodisi zagotavljala bodisi odvzela pravico, da v imenu družbe uveljavljajo zahteve zoper člane uprave in nadzornega sveta. Medtem ko je Bratina (1994, str. 392) na tej podlagi sklepal, da ni razlogov zakaj vsakemu posameznemu delničarju ne bi priznali pravice, da vloži derivativno tožbo v imenu družbe, so drugi teoretiki (Kocbek, 1996, str. 653) to možnost zavračali (Senčur, 1998, str. 130). Da posamezni delničarji v slovenskem pravnem redu nimajo derivativne tožbe je postalo jasno po sprejemu ZPre, ki je v okviru posebne revizije uredil pravico delničarjev, katerih skupni deleži znašajo

najmanj 10% osnovnega kapitala ali nominalni znesek 100 milijonov tolarjev, da vložijo tožbo in uveljavljajo odškodninski zahtevek proti odgovornim osebam, če predlog za vložitev tožbe ni sprejet na skupščini (1. odstavek 73. člena ZPre). S tem določilom je ZPre zapolnil praznino, ki jo je vseboval ZGD, in zagotovil eno najpomembnejših manjšinskih pravic – pravico manjšine uveljavljati odškodninski zahtevek v imenu družbe. Ker gre za vprašanja, ki so dejansko povezana z rednim delovanjem družbe, je ZGD-1 v okviru podpoglavja z naslovom »*Tožba za povrnitev škode*« brez posebnih vsebinskih sprememb celovito uredil tudi to področje. V skladu z veljavno ureditvijo mora torej poslovodstvo družbe v 6 mesecih od dneva skupščine vložiti tožbo za povrnitev škode, če tako sklene skupščina z navadno večino (1. odstavek 327. člena ZGD-1). Če predlog za vložitev tožbe na skupščini ni sprejet ali če poslovodstvo ne vloži tožbe, lahko tako tožbo v svojem imenu in za račun družbe vložijo delničarji, katerih skupni deleži znašajo najmanj desetino (10%) osnovnega kapitala ali katerih nominalni znesek osnovnega kapitala znaša najmanj 100 milijonov tolarjev (oziroma 400.000 eurov) (1. odstavek 328. člena ZGD-1).

Pri ugotavljanju odškodninske odgovornosti je potrebno ugotoviti obstoj vseh predpostavk odškodninske odgovornosti (protipravnost, škoda, vzročna zveza, krivda), pri čemer velja načelo obrnjenega dokaznega bremena, kar pomeni, da je član organa vodenja ali nadzora odgovoren, razen če dokaže, da je pošteno in vestno izpolnjeval svoje dolžnosti. Tudi razbremenilni razlogi so enaki razlogom odškodninskega prava, pri čemer zakon uveljavlja dodatni razbremenilni razlog, po katerem članu organa vodenja ali nadzora ni treba povrniti škode, če dejanje, s katerim je bila družbi povzročena škoda, temelji na zakonitem skupščinskem sklepu (3. odstavek 263. člena ZGD-1 oziroma 4. odstavek 258. člena ZGD). Pri tem je potrebno opozoriti, da je pogoj za razbremenitev odgovornosti, da gre za zakonito ravnanje odgovornih oseb, saj nezakonitega ravnanja ni mogoče konvalidirati niti z zakonitim sklepom skupščine (Kocbek et al., 2002, str. 819).

Družba se lahko odškodninskim zahtevkom tudi odreče ali jih pobota, vendar šele tri leta po nastanku zahtevka, če s tem soglašajo skupščina in pod pogojem, da temu pisno ne ugovarja manjšina, ki ima skupno vsaj desetino (10%) osnovnega kapitala (3. odstavek 263. člena ZGD-1 oziroma 4. odstavek 258. člena ZGD). Pred morebitnimi zlorabami zaradi neutemeljene odpovedi ali pobotanja odškodninskih zahtevkov sta torej določeni dve varovalki. Namen 3 letnega roka je v tem, da se zagotovi določena časovna distanca in s tem večja mera objektivnosti pri odločanju, poleg tega pa odpovedi ali pobotanju ne sme nasprotovati manjšina. Večina, za katero se predpostavlja, da je tako ali drugače povezana z organi vodenja ali nadzora, se torej v imenu družbe ne more proti volji manjšine odpovedati odškodninskim zahtevkom zoper odgovorne osebe.

6.5.1.2. Odškodninska odgovornost na podlagi določil 264. člena ZGD-1 (280. člena ZGD)

Poleg v prejšnjem poglavju opredeljene odškodninske odgovornosti na podlagi določil 263. člena ZGD-1 (258. člena ZGD) zakon posebej opredeljuje odškodninsko odgovornost še na enem mestu. Tako določa, da mora oseba, ki s svojim vplivom na družbo namenoma pripravi člane organov vodenja ali nadzora, prokurista ali poslovnega pooblaščenca do tega, da posluje v škodo družbe ali njenih delničarjev, družbi povrniti zaradi tega nastalo škodo, poleg tega pa mora delničarjem povrniti nastalo škodo, če so bili oškodovani, ne glede na škodo, ki jim je bila povzročena z oškodovanjem družbe. Če so pri poslovanju kršili svoje obveznosti, odgovarjajo poleg tretje osebe kot solidarni dolžniki tudi člani organov vodenja ali nadzora, razen če dokažejo, da so dolžnosti opravljali pošteno in vestno ali če dejanje temelji na zakonitem skupščinskem sklepu. Kot solidarni dolžnik odgovarja tudi tisti, ki je s škodljivim dejanjem pridobil koristi, če je dejanje storil namenoma (264. člen ZGD-1 oziroma 280. člen ZGD).

Na prvi pogled gre zlasti z vidika članov organov vodenja ali nadzora za podobno ureditev kot v primeru odškodninske odgovornosti na podlagi določil 263. člena ZGD-1 (258. člena ZGD), zato se postavlja vprašanje, čemu služi tako podvajanje oziroma dvojno normiranje. Vendar natančna analiza pokaže, da se vsebina obeh določil bistveno razlikuje. Medtem ko se določba 263. člena ZGD-1 (258. člena ZGD) osredotoča na odgovornost članov organov vodenja ali nadzora, je osrednji pomen določila 264. člena ZGD-1 (280. člena ZGD) v obravnavanju ravnanja tretje osebe in njenega vpliva na škodljivo ravnanje članov organov vodenja ali nadzora, prokurista ali poslovnega pooblaščenca. V tuji praksi je ta tretja oseba največkrat večinski delničar, ki s svojim vplivom na organe vodenja ali nadzora izsili odločitve, ki so njemu v prid, vendar v škodo družbi ali drugim delničarjem (Kocbek et al., 2002, str. 876). Bistvo določb 264. člena ZGD-1 (280. člena ZGD) je torej v odgovornosti tretje osebe, šele v zvezi z njenim ravnanjem pa je navedeno zakonsko določilo lahko tudi podlaga za ugotavljanje odškodninske odgovornosti članov organov vodenja ali nadzora. Zato določb 264. člena ZGD-1 (280. člena ZGD) ni mogoče uporabiti samostojno za druge primere odškodninske odgovornosti članov organov vodenja ali nadzora, ko torej ne gre za vplivanje tretjih oseb (Kocbek, 1996, str. 652), temveč zgolj v primerih, ko je bilo njihovo ravnanje storjeno pod vplivom tretje osebe.

Druga pomembna razlika med obema vrstama odgovornosti pa je v škodi, ki jo obravnavata. 263. člen ZGD-1 (258. člen ZGD) se namreč omejuje le na škodo, povzročeno družbi, medtem ko 264. člen ZGD-1 (280. člen ZGD) obravnava tudi škodo, ki nastane delničarjem neposredno, torej neodvisno od škode, povzročene

družbi. Delničarji imajo zato poleg zahtevka družbe še samostojen zahtevek za škodo, ki jim je bila povzročena neposredno. Pri tem pa se zastavlja vprašanje, kakšna je ta škoda in kakšen je njen obseg. Kocbek (1996, str. 653) zastopa stališče, da je potrebno razlikovati med škodo delničarjev in škodo družbe. Če je škoda povzročena družbi, to po njegovem prepričanju pomeni zmanjšanje premoženja družbe oziroma preprečitev njegovega povečanja, kar se posledično kaže tudi v nižji vrednosti njenih delnic. Kocbek to škodo označuje kot refleksno škodo delničarjev, ki jo razlikuje od samostojne škode, ki nastane neposredno na premoženju delničarjev. Ker naj bi refleksno škodo (torej nižjo vrednost delnic) delničarji lahko izravnali z odškodninskimi zahtevki družbe, samostojno škodo pa s samostojnim odškodninskim zahtevkom, Kocbek zastopa stališče, da škode zaradi zmanjšanja vrednosti delnic, delničar ne more uveljavljati samostojno (ker to ni njegova neposredna škoda) ampak le preko zahtevka družbe.

Navedeno stališče ni najbolj prepričljivo in je preveč restriktivno, saj oži obseg upravičenj, ki delničarjem pripadajo na podlagi zakona. Pri ugotavljanju, ali predstavlja zmanjšanje vrednosti delnic neposredno škodo delničarjev je namreč potrebno izhajati iz izhodišča, da se cena delnic oblikuje na trgu. Pri tem je nižja cena delnic lahko tudi posledica ravnanja organov družbe, zaradi katerega se zmanjša povpraševanje vlagateljev, kar posledično povzroči padec njihove cene. Nižja cena in posledično nižja vrednost delnic brez dvoma pomenita zmanjšanje premoženja posameznega delničarja, če premoženje delničarja ocenjujemo v denarju. Delničar namreč še vedno razpolaga z istim številom delnic, le njihova denarna vrednost je zaradi padca cene manjša. Če torej delničar v določenem trenutku svoje delnice proda, dobi zanje manj denarja, zaradi česar utrpeli premoženjsko škodo v obliki zmanjšanja premoženja (132. člen OZ). Škode zaradi nižje cene delnic tako dejansko sploh ne utrpeli družba, ampak neposredno vsak posamezni delničar, saj se zmanjša vrednost njegovega premoženja. Zaradi povedanega tudi morebitni zahtevki družbe njegove škode ne morejo restituirati, zlasti če delničar delnice proda. Uspešno uveljavljanje odškodninskih zahtevkov družbe je sicer lahko eden izmed elementov, ki dolgoročno prispevajo k rasti cene delnic, vendar ne gre za edini ali celo odločilen element. Poleg tega morebitni odškodninski zahtevki družbe na premoženjski položaj delničarjev, ki so delnice že prodali, nimajo nobenega vpliva, saj taki delničarji niso več člani družbe, zato morebitna kasnejša rast cene delnic na njihov premoženjski položaj nima nobenega vpliva.

Glede na navedeno ni nobenih utemeljenih razlogov za omejevanje pravice do uveljavljanja samostojnih odškodninskih zahtevkov posameznih delničarjev za povračilo škode, ki bi jo zaradi padca cene delnic utrpeli posamezni delničarji zaradi protipravnega ravnanja članov vodenja ali nadzora pod vplivom tretjih oseb. Iz

zakonskega besedila 264. člena ZGD-1 (280. člena ZGD) tovrstnega omejevanja ni mogoče razbrati, zato je delničarjem tovrstne zahtevke potrebno dopustiti. Z vidika delničarjev je bolj kot vprašanje dopustnosti tovrstnih zahtevkov problematično dokazovanje posameznih predpostavk odškodninske odgovornosti, zlasti protipravnosti, škode in vzročne zveze, saj bo moral delničar dokazati, da je konkretno opredeljen padec cene delnic posledica nedopustnega ravnanja članov vodenja ali nadzora (storjenega pod vplivom tretje osebe), zaradi česar mu je nastala točno določena premoženjska škoda. Zahtevkov posameznih delničarjev iz tega naslova torej ni utemeljeno že vnaprej omejevati, ampak jih je potrebno dopustiti in omogočiti, da o njih v vsakem posameznem primeru odloči sodišče.

6.5.2. Neveljavnost sklepov skupščine

Sklep skupščine je korporacijski akt, s katerim delničarji oblikujejo voljo družbe, urejajo delo in poslovanje ter organizacijo družbe. Za veljavnost sklepa skupščine morajo biti izpolnjene splošne predpostavke za veljavnost pravnih poslov ter posebne predpostavke, ki jih določa ZGD-1. Če te predpostavke niso izpolnjene, je posel praviloma neveljaven, pri čemer pravni red določa posledice njegove neveljavnosti (Kocbek et al., 2002a, str. 172) bodisi v obliki ničnosti bodisi izpodbojnosti.

6.5.2.1. Ničnost

Ničnost predstavlja strožjo obliko neveljavnosti, zato jo tudi zakon obravnava bolj restriktivno. Z vidika manjšinskega varstva ničnost nima posebnega pomena, vendar je kljub temu mogoče izpostaviti dva ničnostna razloga, ki se navezujeta tudi na tovrstno varstvo, in sicer:

- nezdržljivost sklepa skupščine z bistvom delniške družbe,
- sklep skupščine, ki je po svoji vsebini v nasprotju z moralo ali javnim redom (390. člen ZGD-1 oziroma 359. člen ZGD).

Pojem nezdržljivosti z bistvom delniške družbe je razmeroma širok in zajema zlasti primere sklepov skupščine, ki predstavljajo kršitev kogentnih zakonskih določb, s katerimi se ureja ustroj v delniški družbi (razmerja med delničarji, pristojnosti organov itd). Z vidika manjšinskega varstva gre torej za sklepe, ki jih večina zaradi svoje moči sicer lahko sprejme, vendar posegajo v samo bistvo delniške družbe, saj spreminjajo temeljna razmerja v delniški družbi, zato niso dopustni. Podobno velja za sklepe skupščine, ki nasprotujejo moralni ali javnemu redu, zato je ničen vsak skupščinski

sklep, ki v nasprotju z moralo ali javnim redom posega v pravice in položaj manjšinskih delničarjev (Kocbek et al., 2002a, str. 182).

Ničnost se lahko uveljavlja s tožbo ali na drug primeren način (zlasti z ugovorom), nanjo pa pazi sodišče tudi po uradni dolžnosti. Na ničnost se lahko sklicuje vsaka zainteresirana oseba, vendar ničnosti skupščinskega sklepa iz predhodno navedenih razlogov, ni mogoče uveljavljati po preteku treh let od vpisa sklepa v register (2. odstavek 391. člena ZGD-1 oziroma 360. člena ZGD). Ničnostna tožba je ugotovitvena tožba, pri kateri je pasivno legitimirana družba. Ničen sklep nima nobenih pravnih posledic. Tisti, ki je karkoli prejel na podlagi ničnega sklepa, mora vrniti družbi celotno vrednost skupaj s stroški (394. člena ZGD-1 oziroma 363. člen ZGD).

6.5.2.2. Izpodbojnost

Bolj kot ničnost je z vidika varstva pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva relevantna izpodbojnost. Sklep skupščine je izpodbojen:

- če je vsebina sklepa v nasprotju z zakonom ali statutom,
- če so bile pri sprejemu sklepa kršene določbe zakona oziroma statuta in te kršitve vplivajo na veljavnost sklepa (na primer, ker za sprejem sklepa ni glasovala zadostna večina), pri čemer je sklep skupščine vedno izpodbojen, če je bila v zvezi s sprejemom sklepa kršena delničarjeva pravica do obveščeniosti (395. člen ZGD-1 oziroma 364. člen ZGD).

Izpodbijanje se lahko opira tudi na to, da je delničar z uresničevanjem glasovalne pravice zase ali v korist tretjega poskušal pridobiti posebne ugodnosti na škodo družbe oziroma drugih delničarjev, če je na podlagi sprejetega sklepa skupščine ta namen mogoče doseči, razen kadar je drugim delničarjem na podlagi takega sklepa zagotovljeno primerno nadomestilo za škodo (3. odstavek 395. člena ZGD-1 oziroma 364. člena ZGD).

Z vidika varstva pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva je institut izpodbojnosti pomemben predvsem zaradi povezave s korporacijsko sankcijo, ki jo ZPre predpisuje za primere kršitve pravil o obvezni ponudbi (55. člen ZPre) in notifikacijske dolžnosti o pridobitvi kvalificiranega deleža (65. člen ZPre). V obeh primerih je namreč kršitelj sankcioniran z odvzemom glasovalnih pravic iz delnic, ki so bile pridobljene v nasprotju z zakonom, kar pomeni, da na podlagi teh delnic ne sme izvrševati glasovalne pravice. Če kršitelj kljub zakonski prepovedi na skupščini delniške družbe glasuje in je sklep sprejet, je bil pri sprejemu sklepa kršen zakon,

zato je izpolnjena prva predpostavka izpodbojnosti (1. odstavek 395. člena ZGD-1 oziroma 364. člena ZGD).

Vendar zgolj zaradi ugotovljenih kršitev zakona pri sprejemanju skupščinskega sklepa, slednjega še ni mogoče izpodbijati, saj je potrebno ugotoviti ali so navedene kršitve vplivale na njegovo veljavnost, kar pomeni, da je potrebno ugotoviti, ali bi bil na podlagi zakonitega glasovanja sklep sprejet ali ne. Ugotoviti je torej potrebno, kakšen bil izid glasovanja, če kršitelj ne bi glasoval z nezakonito pridobljenimi delnicami. Če skupščinski sklep na podlagi glasovanja v skladu z zakonom ne bi bil sprejet, to pomeni, da so ugotovljene kršitve vplivale na njegovo veljavnost, zato ga je mogoče izpodbijati. Če pa bi bil sklep sprejet tudi na podlagi glasovanja v skladu z zakonom, ker je zanj glasovalo dovolj drugih delničarjev, skupščinskega sklepa ni mogoče izpodbijati, saj se šteje, da glasovanje kršitelja ni vplivalo na veljavnost sklepa.

Ob izpolnjenih vsebinskih predpostavkah lahko sklep skupščine izpodbija vsak delničar, pod pogojem, da so izpolnjene tudi formalne predpostavke. Sklep skupščine se izpodbija s tožbo, pri čemer je pravica vložiti tožbo povezana s predhodno dolžnostjo napovedi izpodbijanja. Skupščinski sklep se namreč lahko izpodbija samo, če delničar, ki je bil navzoč na skupščini, takoj zapisniško obvesti skupščino o nameravani tožbi. Delničar, ki ni bil navzoč na skupščini, lahko sklep skupščine izpodbija le izjemoma, in sicer če mu je bilo protipravno preprečeno, da bi prisostvoval skupščini, če ni bil pravilno vabljen na skupščino, ali če je skupščina odločila o zadevi, ki ni bila na dnevnem redu (1. odstavek 397. člena ZGD-1 oziroma 366. člena ZGD). Izpodbojno tožbo je potrebno vložiti v roku enega meseca od dneva, ko se je skupščina končala (če se je delničar udeležil skupščine) oziroma od dneva, ko je delničar izvedel za sklep ali bi zanj moral izvedeti (če se delničar skupščine ni udeležil). V primeru, da je bil sklep objavljen (v Uradnem listi ali v uradnem glasilu družbe), začne navedeni rok teči z dnem objave (396. člen ZGD-1 oziroma 365. člen ZGD). Če sodišče razveljavi sklep skupščine oziroma ga razglasi za ničnega, učinkuje sodba proti vsem delničarjem ter članom organov vodenja ali nadzora, poslovodstvo pa mora vsebino sodbe objaviti (398. člen ZGD-1 oziroma 367. člen ZGD).

Iz navedenega izhaja, da je uveljavljanje korporacijske sankcije s pomočjo izpodbijanja skupščinskih sklepov z vidika posameznih delničarjev izjemno problematično. Delničar, ki bi želel pridobitelju, ki je kršil pravila o obvezni ponudbi ali notifikacijsko dolžnost o pridobitvi kvalificiranega deleža, z izpodbijanjem skupščinskih sklepov preprečiti glasovanje z nezakonito pridobljenimi delnicami, bi se moral udeleževati zasedanj skupščine, na njih napovedati izpodbijanje in v roku 30

dni pri pristojnem sodišču vložiti izpodbojne tožbe. Poleg tega bi moral v sodnem postopku dokazati, da je pridobitelj v nasprotju z zakonom (brez objave ponudbe za odkup ali brez obvestila o pridobitvi kvalificiranega deleža) pridobil delnice ciljne družbe in z njimi nezakonito glasoval, zaradi česar je bil skupščinski sklep, ki sicer ne bi dobil zadostne večine, sprejet.

Glede na povedano je mogoče ugotoviti, da bi delničar šele v dolgotrajnem in z visokimi stroški povezanem postopku lahko dosegel razveljavitev nezakonito sprejetega skupščinskega sklepa in posledično uveljavitev korporacijske sankcije, pri čemer bi moral nositi tudi celotno tveganje morebitnega neuspeha, kar se je zlasti z vidika manjšinskih delničarjev v praksi izkazalo kot povsem neustrezno.

6.5.3. Varstvo manjšinskih delničarjev pri združitvah podjetij

ZGD-1 zagotavlja posebno varstvo manjšinskih delničarjev tudi v primerih združitve, kot eni izmed oblik statusnega preoblikovanja podjetij, pri kateri lahko (s pripojitvijo ali spojitvijo ene ali več družb) pride tudi do koncentracije lastništva. Posamezni delničar lahko namreč zaradi svojega prevladujočega položaja v eni (ali več) udeleženih družbah, po združitvi pridobi kontrolni delež v združeni družbi, ne da bi ostalim delničarjem ponudil odkup njihovih delnic in možnost izstopa iz družbe. Ker ima torej tako statusno preoblikovanje pomembne korporacijske posledice za vsebino pravnih razmerij v družbi, je za veljavnost pogodbe o združitvi potrebno soglasje skupščine vsake udeležene družbe, ki mora biti sprejeto s tričetrtinsko večino pri sklepanju zastopanega osnovnega kapitala (585. člen ZGD-1 oziroma 515. člen ZGD), poleg tega pa morajo biti izpolnjeni še drugi vsebinski in formalni pogoji (pogodba o združitvi, poročilo o združitvi, revizija združitve itd), katerih temeljni namen je zagotoviti pregleden in pravno korekten postopek združitve. Poudarjena je tudi odškodninska odgovornost, saj člani organov vodenja ali nadzora prevzete družbe solidarno odgovarjajo za škodo, ki bi jo pripojitev povzročila prevzeti družbi, njenim delničarjem in upnikom (594. člen ZGD-1 oziroma 525. člen ZGD), pri čemer lahko tožbo za uveljavitev odškodninskih zahtevkov vloži posebni zastopnik, ki ga imenuje sodišče in ki odškodninske zahtevke uveljavlja za račun vseh delničarjev in upnikov (595. člen ZGD-1 oziroma 525.a člen ZGD).

Pri združitvah podjetij je za nadaljnji položaj delničarjev bistvenega pomena določitev menjalnega razmerja, torej razmerja, v katerem se zamenjajo delnice prevzete družbe za delnice prevzemne družbe (3. točka 2. odstavek 581. člena ZGD-1 oziroma 512. člena ZGD), zato določa zakon številne varovalne, katerih namen je preprečevanje oškodovanja manjšinskih delničarjev (Bohinc, 2000, str. 7). Pri

določanju menjalnega razmerja je ključno vodilo načelo nespremenjenega premoženjskega položaja za delničarje vseh družb, ki so udeležene pri združitvi, kar pomeni, da mora (in sme) vsak delničar prevzete družbe prejeti takšno število delnic prevzemne družbe, katerih skupna ekonomska (in ne nominalna) vrednost je enaka skupni ekonomski (in ne nominalni) vrednosti delnic prevzete družbe, s katerimi je razpolagal pred združitvijo (Kocbek et al., 2002a, str. 896). Premoženjski položaj delničarjev se torej zaradi združitve ne sme spremeniti, zato lahko v primeru, če menjalno razmerje glede na navedene kriterije ni primerno, delničarji prevzete družbe od prevzemne družbe s predlogom za sodni preizkus menjalnega razmerja, v roku 1 meseca zahtevajo denarno doplačilo zaradi izravnave (605. člen ZGD-1 oziroma 529.a člen ZGD). Vendar predloga za preizkus menjalnega razmerja ne more vložiti vsak posamezni delničar, ampak le delničarji, katerih skupni deleži v posamezni prevzeti družbi, dosegajo najmanj eno stotino (1%) osnovnega kapitala te družbe ali vrednost najmanj 6 milijonov tolarjev (oziroma 25.000 eurov), s čimer je zakon uveljavil tipično manjšinsko pravico, ki se lahko uveljavlja le kolektivno.

V postopku sodnega preizkusa menjalnega mora sodišče presoditi, ali je menjalno razmerje primerno. Pri tem mora preveriti, ali so bile za določitev ekonomske vrednosti prevzete in prevzemne družbe uporabljene metode, ki so primerne za ta namen, ali so bile te metode pravilno uporabljene in ali je bilo na podlagi pravilno ocenjene ekonomske vrednosti udeleženih družb pravilno določeno (izračunano) menjalno razmerje (Kocbek et al., 2002a, str. 898). Na ta način se zagotavlja sodna kontrola nad menjalnim razmerjem, ki je sicer predmet dogovora med organi udeleženih družb, kar v praksi pomeni, da imajo nanj vpliv zlasti kontrolni delničarji. Če sodišče ugotovi, da menjalno razmerje ni bilo primerno, na podlagi pravilno ocenjene ekonomske vrednosti udeleženih družb, določi denarno doplačilo, ki ga mora upravičenim delničarjem izplačati prevzemna družba. S tem se izravna premoženjski položaj delničarjev in njihovo prikrajšanje, do katerega je prišlo zaradi neustrezno določenega menjalnega razmerja.

Pravico do denarnega doplačila zaradi izravnave na podlagi zahteve za sodni preizkus menjalnega razmerja pa je potrebno razlikovati od pravice do denarnega doplačila za izravnavo nezaokroženega menjalnega razmerja. Pri združitvah podjetij namreč zaradi načina določanja menjalnega razmerja ni mogoče zagotoviti, da bi vsak delničar vsake od udeleženih družb po združitvi pridobil točno določeno (celo) število delnic prevzemne družbe, saj menjalno razmerje praviloma ni večkratnik števila ena, ampak je v decimalkah izraženo število. Zato je z denarnim doplačilom zaradi spoštovanja načela nespremenjenega premoženjskega položaja delničarjev potrebno zagotoviti izravnavo nezaokroženega menjalnega razmerja (5. odstavek 580. člena ZGD-1 oziroma 511. člena ZGD). Pri tem pa lahko nastane položaj, v

katerem ima posamezni delničar tako majhno število delnic, da mu v skladu z menjalnim razmerjem ne pripade nobena (cela) delnica nove družbe, zato ima tak delničar pravico samo do denarnega doplačila za izravnavo nezaokroženega menjalnega razmerja (Kocbek et al., 2002a, str. 708), ne pa tudi pravice do prejema delnic prevzemne družbe. To načeloma ni problematično, vendar je v letu 2005 v javnosti veliko pozornosti zbudil primer spojitve družb Aktiva Invest d.d., Certius Invest d.d., Arkada Holding d.d. in Aktiva Avant d.d. v novo ustanovljeno družbo Aktiva Invest, Holdinška družba d.d. Pri spojitvi je bila namreč določena izjemno visoka nominalna vrednost delnic nove družbe (1.000.000,00 SIT), kar je dejansko pomenilo, da je večina malih delničarjev prevzetih družb imela tako majhno število delnic, da jim ni pripadla niti ena delnica nove družbe. Ker je šlo za delničarje, ki niso aktivno sodelovali pri upravljanju družb, se je velika večina šele ob prejemu obvestila prevzemne družbe o izplačilu denarnega zneska za njihove delnice prevzetih družb seznanila z načinom in pogoji združitve, kar pomeni, da so bili zamujeni roki za izpodbijanje skupščinskih sklepov, pa tudi rok za vložitev zahteve za sodni preizkus menjalnega razmerja. Edino sredstvo malih delničarjev je bil javni pritisk, saj je bilo očitno, da je bil namen tako visoko določene nominalne vrednosti nove družbe iztisnitev manjšinskih delničarjev iz družbe in posledično koncentracija lastništva. Z javnim pritiskom je tako malim delničarjem uspelo, da je skupščina nove družbe marca 2006 sprejela sklep o zmanjšanju nominalne vrednosti delnic (na 1.000,00 SIT), do katerih so upravičeni vsi delničarji, ki so bili na presečni dan imetniki delnic prevzetih družb. Na ta način bodo odpravljene negativne posledice, zlasti iztisnitev manjšine iz družbe.

Kljub z vidika manjšinskih delničarjev ugodnemu izidu, je navedeni primer dokazal, da so načini koncentracije lastništva v podjetju praktično brezmejni, pri čemer so posamezni subjekti zmožni in sposobni na formalnopravno korekten način izvesti postopke, ki so se še pred kratkim zdeli nemogoči. To je toliko lažje zaradi velike razpršenosti lastništva, nevpletenosti delničarjev pri upravljanju družbe ter pomanjkanja znanja in volje malih delničarjev, ki (sami) praviloma niso sposobni učinkovito zavarovati svojih pravic in interesov. Zato je nujno potrebna večja angažiranost malih delničarjev, njihovo povezovanje in sodelovanje, kar jim je tudi v obravnavanem primeru omogočilo bolj uspešno varstvo njihovih pravic. V tej zvezi predstavlja pomemben korak ustanovitev Vseslovenskega združenja malih delničarjev, ki od ustanovitve v letu 2005 s svojimi aktivnostmi, zlasti informiranjem, javnim opozarjanjem in povezovanjem malih delničarjev, skuša izboljšati njihov položaj ter zagotoviti varstvo njihovih pravic in interesov. Informirani in povezani mali delničarji bodo namreč mnogo lažje uveljavljali svoje interese nasproti velikim lastnikom.

6.6. Varstvo pravic manjšinskih delničarjev na podlagi temeljnih načel in pravil obligacijskega prava

6.6.1. Splošno o temeljnih načelih in pravilih obligacijskega prava

Obligacijsko pravo je kot del civilnega prava skupek pravnih pravil in pravnih načel, ki urejajo obligacijska razmerja, torej tista civilnopravna razmerja, v katerih je en subjekt (upnik) upravičen od drugega subjekta (dolžnika) zahtevati, da opravi določeno izpolnitveno ravnanje, drugi subjekt (dolžnik) pa je to izpolnitveno ravnanje dolžan (zavezan) opraviti (Plavšak et al., 2003, str. 88). Obligacijski zakonik (v nadaljevanju OZ) vsebuje temeljna načela in splošna pravila za vsa obligacijska razmerja, pri čemer velja, da se za obligacijska razmerja, ki jih urejajo drugi zakoni, uporabljajo določbe tega zakonika glede vprašanj, ki niso urejena v takem zakonu (1. člen OZ). To pomeni, da se lahko s pomočjo temeljnih načel in pravil obligacijskega prava dopolnjujejo tudi razmerja, ki jih primarno urejajo drugi zakoni.

Glede na predhodno ugotovljene pomanjkljivosti varstva pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva na podlagi določil ZPre se zastavlja vprašanje, kakšne so možnosti, ki jih manjšinskim delničarjem za varstvo njihovih pravic ponujajo temeljna načela in pravila obligacijskega prava.

6.6.2. Kontrahirna dolžnost

6.6.2.1. Splošno

Kontrahirna dolžnost se v teoriji označuje kot dolžnost, ki nalaga določeni osebi, da mora skleniti pogodbo ali da mora skleniti pogodbo z določeno vsebino (Plavšak et al., 2003, str. 215). Kontrahirno dolžnost opredeljuje tudi OZ, ki določa, da lahko v primeru, če mora nekdo po zakonu skleniti pogodbo, zainteresirana oseba zahteva, da se takšna pogodba nemudoma sklene. Pri tem so določbe predpisov, s katerimi je delno ali v celoti določena vsebina pogodbe, sestavni del teh pogodb in jih dopolnjujejo ali pa stopajo na mesto pogodbenih določil, ki niso v skladu z njimi (17. člen OZ).

Glede na povedano se zastavlja vprašanje, ali imajo v primeru, če je določena oseba (ali skupina povezanih oseb) pridobila tako število delnic, da je z delnicami, ki jih že ima, presegla prevzemni prag, pri čemer ni objavila ponudbe za odkup, ostali delničarji pravico zahtevati od kršitelja sklenitev pogodbe, na podlagi katere bi mu prodali svoje delnice. Zastavlja se torej vprašanje, ali v primeru kršitve pravil o

obvezni ponudbi za pridobitelja, v razmerju do ostalih delničarjev, nastopi kontrahirna dolžnost.

6.6.2.2. Kršitev pravil o obvezni ponudbi in kontrahirna dolžnost

ZPre pridobitelju, ki preseže zakonsko določen prevzemni prag ne nalaga izrecno dolžnosti, da bi moral z vsemi delničarji ciljne družbe skleniti pogodbo o pridobitvi njihovih delnic. Tudi v teoriji je zaslediti stališča, da taka dolžnost ne obstaja. Zdolšek (2003, str. 1419) ugotavlja, da dolžnosti dati ponudbo po 4. členu ZPre ni mogoče enačiti z dolžnostjo sklenitve pogodbe po 17. členu OZ, saj ZPre ne vsebuje določb, ki bi nalagale prevzemniku, da mora skleniti pogodbe o nakupu delnic od preostalih delničarjev v primeru opustitve dolžnosti izstavitve javne ponudbe pri pridobivanju kontrolnega deleža. Po njegovem mnenju ZPre določa le obveznost prevzemnika, da objavi ponudbo za odkup vrednostnih papirjev, njeno kršitev pa sankcionira zgolj s korporacijsko sankcijo, ne pa z dolžnostjo sklenitve pogodbe. Kot argument navaja tudi dejstvo, da ne bi bilo smiselno, da bi prevzemnik, če bi zakon določal kontrahirno dolžnost, v primeru, če bi prekoračil prevzemni prag le za minimalno število delnic (teoretično samo za eno delnico), od tega trenutka naprej moral odkupiti vse druge delnice, ko pa lahko kršitelj delnice tudi odproda in s tem vzpostavi prejšnje stanje.

Navedeni argumenti niso povsem prepričljivi. Res je, da ZPre kontrahirne dolžnosti ne določa, vendar bi bilo na podlagi razlage zakona vendarle mogoče sklepati, da ta dolžnost obstaja. Pridobitelj, ki preseže zakonsko določen prevzemni prag, je namreč v skladu z zakonom dolžan objaviti ponudbo za odkup, ki mora biti naslovljena na vse delničarje ciljne družbe, kar pomeni, da mora skleniti pogodbo z vsakim delničarjem, ki njegovo ponudbo sprejme. To dejansko pomeni, da ni odvisno od volje pridobitelja, ali bo pogodba o odkupu vrednostnih papirjev sklenjena ali ne, ampak je njegova obveznost dati ponudbo in torej s tem obveznost skleniti pogodbo, določena že s samim zakonom, odločitev o tem ali bo pogodba sklenjena ali ne, pa je odvisna izključno od volje vsakega posameznega delničarja, na katerega je ponudba naslovljena.

Glede na navedeno bi bilo mogoče sklepati, da kontrahirne dolžnosti pridobitelja, v primerih kršitve pravil o obvezni ponudbi, ni mogoče avtomatično izključiti. Dejstvo, da ZPre za primer kršitve pravil o obvezni ponudbi, kontrahirne dolžnosti ne določa izrecno, namreč ne more privedi do zaključka, da kontrahirne dolžnosti sploh ni. Kot je bilo že predhodno ugotovljeno je namen pravil obligacijskega prava tudi v tem, da zapolnjujejo pravne praznine, ki jih vsebujejo drugi zakoni. Zato ni nujno, da bi bila kontrahirna dolžnost izrecno predpisana z ZPre, ampak je lahko urejena tudi drugje,

na primer v okviru splošnih pravil obligacijskega prava. Poleg tega je z razlago pravil ZPre mogoče ugotoviti, da v primeru prekoračitve prevzemnega praga in objave ponudbe za odkup, sklenitev pogodbe ni odvisna od volje prevzemnika, ampak izključno od volje delničarjev, na katere je naslovljena ponudba. Zato ni nobenih prepričljivih razlogov, da v primeru, ko prevzemnik svoje dolžnosti ne izpolni in ponudbe za odkup ne objavi, delničarji ciljne družbe ne bi mogli uveljavljati svojih pravic na podlagi splošnih pravil o kontrahirni dolžnosti in zahtevati od prevzemnika, da odkupi njihove delnice.

Neprepričljiv je tudi argument, da ne bi bilo smiselno, da bi moral kršitelj, ki bi prekoračil prevzemni prag zgolj za eno delnico, odkupiti vse druge delnice, saj lahko kršitelj delnice s katerimi presega prevzemni prag tudi odproda in s tem vzpostavi prejšnje stanje (Zdolšek, 2003, str. 1419). V primeru kršitev prevzemnega prava namreč ne sme biti ključno vprašanje, s kakšnim številom delnic je kršitelj prevzemni prag prekoračil, ampak mora biti ključno dejstvo, da ga je prekoračil, zaradi česar nastopijo vse posledice, ki jih v tej zvezi predpisuje zakon. Delnice se namreč ne pridobivajo naključno, ampak je posameznemu pridobitelju znano število delnic, s katerimi razpolaga. Prav tako je pridobiteljem znano, kakšno število delnic je potrebno pridobiti v določeni družbi, da je presežen prevzemni prag, saj gre za podatke, ki so javni, zato ne more biti sprejemljiv izgovor, da je bil prevzemni prag prekoračen po pomoti. Zakon nenazadnje od udeležencev v pravnem prometu zahteva, da ravnajo skrbno (6. člen OZ), kar še posebej velja za gospodarske subjekte. Glede na navedeno so stroge sankcije v primeru kršitev pravil o obvezni ponudbi ne samo smiselne, ampak celo nujne, pri čemer število delnic, s katerimi je kršitelj prekoračil prevzemni prag, ne more biti bistveno.

6.6.2.3. Tožbeni zahtevek za sklenitev pogodbe

Če torej izhajamo iz predpostavke, da je v primeru kršitev pravil o obvezni ponudbi podana kontrahirna dolžnost prevzemnika, je potrebno ugotoviti, kakšne so njene posledice. Zakon namreč za primer kršitve kontrahirne dolžnosti določa le, da lahko v primeru, če mora nekdo po zakonu skleniti pogodbo, zainteresirana oseba zahteva, da se takšna pogodba nemudoma sklene (1. odstavek 17. člena OZ), ter da mora tisti, ki je po zakonu dolžan skleniti kakšno pogodbo, povrniti škodo, če na zahtevo zainteresirane osebe take pogodbe nemudoma ne sklene (162. člen OZ).

V teoriji je glede posledic kršitve kontrahirne dolžnosti zaslediti različna stališča. Tako Kranjc (v komentarju 17. člena OZ) ugotavlja, da določbe 17. člena OZ zainteresirani osebi (razen če ni v posameznem zakonu izrecno določeno drugače) ne dajejo

pravice, da bi od sodišča zahtevala, da kršitelju naloži sklenitev pogodbe. Po njenem prepričanju je namreč pogodbeno svoboda strank ohranjena, kar pomeni, da je za kršitev dolžnosti sklenitve pogodbe določena le odškodninska sankcija v 162. členu OZ (Plavšak et al., 2003, str. 216). Plavšak (v komentarju 162. člena OZ) pa zastopa nekoliko drugačno stališče, saj razlaga, da ima upravičenec v primeru, če zavezanec ne izpolni obveznosti skleniti pogodbo, možnost izbire med dvema zahtevkoma. Tako lahko, v primeru če vztraja pri sklenitvi pogodbe, z ustreznim tožbenim zahtevkom pred sodiščem zahteva sklenitev pogodbe in istočasno uveljavlja odškodninski zahtevek za povrnitev škode zaradi zamude z izpolnitvijo, druga možnost pa je, da uveljavlja zgolj odškodninski zahtevek za povrnitev škode zaradi neizpolnitve obveznosti skleniti pogodbo (Plavšak et al., 2003, str. 918). Ker je bistvo kontrahirne dolžnosti prav v tem, da pravni red z intervencijo sodišča prisili zavezanca k sklenitvi pogodbe, se zdi drugo stališče bolj prepričljivo, seveda pod pogojem, da je pogodbo sploh mogoče skleniti.

Glede na povedano lahko v primeru kršitev pravil o obvezni ponudbi delničar z zahtevkom za sklenitev pogodbe od prevzemnika zahteva, da od njega odkupi delnice ciljne družbe. Pri tem lahko zahteva izplačilo cene v denarju (smiselna uporaba 5. odstavka 8. člena ZPre), pri čemer mora cena po višini predstavljati najvišjo od cen, ki jo je prevzemnik plačal za katerokoli pridobitev vrednostnih papirjev po tem, ko je presegel prevzemni prag (smiselna uporaba 5. odstavka 7. člena ZPre), v primeru, da je v zadnjih šestih mesecih pridobil več kot 10% delnic ciljne družbe pa najvišjo ceno, ki jo je nudil za pridobitev vrednostnih papirjev tem obdobju (smiselna uporaba 4. odstavka 7. člena ZPre). Aktivno legitimacijo za vložitev tožbe imajo delničarji, ki so bili delničarji ciljne družbe v trenutku, ko je prevzemnik presegel prevzemni prag. Delničarji, ki so delnice pridobili kasneje, zahtevka za sklenitev pogodbe praviloma ne bodo mogli uveljavljati, saj so vedeli oziroma bi morali vedeti, da je prevzemnik že pridobil kvalificiran delež. Tak zahtevek bi lahko uveljavljali le, če bi bila kršena tudi notifikacijska dolžnost o pridobitvi kvalificiranega deleža ali če bi prevzemni prag presegle povezane osebe, saj v takem primeru delničarji niso mogli vedeti za prekoračitev prevzemnega praga in svojega ravnanja niso mogli tem okoliščinam prilagoditi.

Pri odločanju o utemeljenosti tožbenega zahtevka mora sodišče ugotavljati, ali je prevzemnik (skupaj s povezanimi osebami) presegel zakonsko določen prevzemni prag, kdaj ga je presegel in mu v primeru pozitivnega odgovora naložiti, da je dolžan po določeni ceni od tožnikov (delničarjev ciljne družbe, ki so vložili tožbo) odkupiti njihove delnice. Na ta način bi lahko delničarji zavarovali svoje pravice in pod enakimi pogoji izstopili iz družbe, v kateri je brez objave ponudbe za odkup nadzor pridobil novi kontrolni delničar.

6.6.2.4. Dileme ob uporabi instituta kontrahirne dolžnosti

Kljub stališču, da je uporaba instituta kontrahirne dolžnosti za primere kršitev pravil o obvezni ponudbi načeloma dopustna, se ob njegovi uporabi zastavljajo določena vprašanja in dileme. Tako ni povsem jasno, v kakšnem roku bi lahko zainteresirani delničarji ciljne družbe od prevzemnika zahtevali sklenitev pogodbe o odkupu njihovih delnic? Zakon namreč ne določa nobenih rokov za uveljavljanje zahtevka za sklenitev pogodbe, kar pomeni, da je potrebno uporabiti pravila o zastaranju, torej splošni 5 letni zastaralni rok (346. člen OZ). To pa bi znalo biti v primeru kršitve pravil o obvezni ponudbi nekoliko problematično. Zaradi dolgega časovnega obdobja bi lahko imel namreč delničarjev zahtevka za sklenitev pogodbe tudi povsem špekulativne namene, saj se v daljšem časovnem obdobju cena delnic ciljne družbe lahko bistveno spremeni tudi iz razlogov, ki s kršitvijo pravil o obvezni ponudbi nimajo nobene zveze (slabo poslovanje itd). Iz tega razloga špekulativnih zahtevkov za sklenitev pogodbe vsekakor ne bi smeli dopustiti.

Odgovor na navedeno dilemo je mogoče poiskati s pomočjo smiselne uporabe postopkovnih pravil, ki jih v zvezi s ponudbo za odkup določa ZPre. Ponudnik in delničarji ciljne družbe namreč v postopku ponudbe niso povsem svobodni, saj zakon natančno predpisuje roke, v katerih mora ponudnik objaviti ponudbo, pa tudi roke v katerih morajo delničarji ciljne družbe ponudbo sprejeti. Tako mora ponudnik objaviti ponudbo in prospekt najkasneje 30 dni po objavi namere za ponudbo oziroma po prekoračitvi prevzemnega praga (1. odstavek 19. člena ZPre), delničarji pa jo morajo sprejeti v roku, ki ne sme biti krajši od 28 dni in ne daljši od 60 dni od dneva prve objave prospekta in ponudbe (1. odstavek 27. člena ZPre), sicer pravico do sprejema ponudbe izgubijo.

Glede na navedeno bi bilo mogoče zavzeti stališče, da so delničarji ciljne družbe dolžni od prevzemnika zahtevati sklenitev pogodbe o odkupu njihovih delnic najkasneje v roku 60 dni (skrajni rok za sprejem ponudbe) po tem, ko so se seznanili oziroma bi se lahko seznanili s prekoračitvijo prevzemnega praga in nastankom pridobiteljeve obveznosti, da objavi ponudbo za odkup. Prav tako bi morali delnice za katere bi zahtevali odkup deponirati (bodisi pri sodišču bodisi pri notarju), tako da z njimi ne bi mogli več razpolagati. Pravočasna zahteva za sklenitev pogodbe in istočasno deponiranje delnic, bi bili torej procesni predpostavki za kasnejše uveljavljanje tožbenih zahtevkov za sklenitev pogodbe, s čimer bi se preprečilo naknadne špekulacije delničarjev zaradi spremembe cene delnic ciljne družbe, ki s kršitvijo pravil o obvezni ponudbi ne bi imele nobene zveze.

Druga dilema, ki se pojavlja ob uporabi instituta kontrahirne dolžnosti, pa se nanaša na vprašanje koristi (dividend itd), ki bi jih delničar pridobil na podlagi delnic ciljne družbe v času do pravnomočne odločitve o njegovem tožbenem zahtevku za sklenitev pogodbe. Delničar je namreč kot imetnik delnic vse do njihove prodaje, torej tudi v času odločanja o tožbenem zahtevku, upravičen do vseh koristi, ki jih delnice prinašajo, zato se zastavlja vprašanje, ali bi jih moral v primeru, če bi sodišče njegovemu tožbenemu zahtevku ugodilo, kasneje izročiti prevzemniku. Glede na dejstvo, da bi moral prevzemnik zaradi prekoračitve prevzemnega praga od delničarjev odkupiti delnice v trenutku, ko so slednji od njega to zahtevali in jim posledično zaradi zamude z izplačilom cene izplačati tudi zamudne obresti, delničarji niso upravičeni do koristi, ki bi jih v času odločanja o njihovem tožbenem zahtevku pridobili. Zato bi lahko prevzemnik od delničarjev zahteval povračilo teh koristi na podlagi pravil o neupravičeni pridobitvi (190. člen OZ).

Kljub izpostavljenim dilemam je torej mogoče zaključiti, da bi institut kontrahirne dolžnosti lahko predstavljal eno izmed možnosti, na podlagi katere bi manjšinski delničarji v primeru kršitev pravil o obvezni ponudbi lahko varovali svoje pravice. Uporaba navedenega instituta seveda ni povsem neproblematična, vendar ni nobenih prepričljivih razlogov, da bi ga že vnaprej zavračali, zato bi mu bilo potrebno dati možnost, da se preizkusi tudi v praksi. Ob tem je potrebno opozoriti, da predlog ZPre-1 izrecno izključuje uporabo instituta kontrahirne dolžnosti (5. odstavek 12. člena ZPre-1), s čimer bo v primeru njegovega sprejema v Državnem zboru uporaba tega instituta, kljub njegovi utemeljenosti, dokončno izključena.

6.6.3. Odškodninski zahtevki manjšinskih delničarjev

6.6.3.1. Splošno o odškodninski odgovornosti

Odškodninska odgovornost izhaja iz enega temeljnih načel obligacijskega prava – načela prepovedi povzročanja škode (*lat. neminem laedere*), ki določa, da se je vsak dolžan vzdržati ravnanja, s katerim bi utegnil drugemu povzročiti škodo (10. člen OZ). Je posebna vrsta obligacijskega razmerja, v katerem je en subjekt (odgovorna oseba) dolžan povrniti povzročeno škodo drugemu subjektu (oškodovancu), ki je upravičen zahtevati takšno povrnitev. Pri tem lahko nastane škoda zato, ker nekdo poseže v tujo korist, ne da bi bil z oškodovancem v kakšni poslovni zvezi (neposlovna odškodninska odgovornost), lahko pa škoda nastane zato, ker nekdo prekrši kakšno poslovno (pogodbeno) obveznost, ki jo ima do drugega (poslovna odškodninska odgovornost) (Plavšak et al., 2003, str. 685). Ker z vidika problematike varstva pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva ni nobenega

predhodnega poslovnega (pogodbenega) razmerja med prizadetimi subjekti, se bom v nadaljevanju omejil zlasti na vidike neposlovne odškodninske odgovornosti.

Da bi odškodninska odgovornost nastala, morajo nastopiti določena pravna dejstva, na nastop katerih pravo (zakon) veže obveznost povrnitve povzročene škode. Ta pravna dejstva se označujejo s pojmom predpostavke odškodninske odgovornosti. Predpostavke neposlovne odškodninske odgovornosti ureja splošno pravilo, ki določa, da je tisti, ki povzroči drugemu škodo, dolžan le-to povrniti, če ne dokaže, da je škoda nastala brez njegove krivde (1. odstavek 131. člena OZ). Predpostavke neposlovne odškodninske odgovornosti so zato:

- protipravno ravnanje odgovorne osebe,
- škoda, kot negativna posledica, ki nastane v sferi oškodovanca,
- vzročna zveza med protipravnim ravnanjem in škodo,
- krivda odgovorne osebe.

Za obstoj odškodninske odgovornosti morajo biti izpolnjene vse štiri predpostavke, pri čemer mora oškodovanec dokazati obstoj prvih treh (protipravnost, škoda in vzročna zveza), krivda pa se v skladu s pravilom o obrnjenem dokaznem bremenu domneva, kar pomeni, da se odgovorna oseba svoje odškodninske odgovornosti lahko razbremeni le, če dokaže, da za nastalo škodo ni kriva.

V nadaljevanju bom analiziral posamezne predpostavke odškodninske odgovornosti z vidika varstva pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva v podjetju, da bi ugotovil, ali lahko manjšinski delničarji na podlagi splošnih pravil o odškodninski odgovornosti zavarujejo svoje pravice. Pri tem se bom osredotočil zlasti na odškodninsko odgovornost v primerih kršitve notifikacijske dolžnosti o pridobitvi kvalificiranega deleža in kršitve pravil o obvezni ponudbi, saj le-te v največji meri ogrožajo položaj manjšinskih delničarjev, v ZPre pa niso ustrezno sankcionirane.

6.6.3.2. Protipravno ravnanje

O protipravnem ravnanju govorimo, če kršitelj prekrši določeno pravilo, ki varuje kakšen pravno zavarovan interes oškodovanca. Dejanje torej ni protipravno samo zato, ker je povzročilo škodo, ampak zato, ker je preseglo okvire svobodnega ravnanja (Plavšak et al., 2003, str. 670) in poseglo v določen pravno zavarovan interes. ZPre na več mestih nalaga različnim subjektom določene obveznosti oziroma jim postavlja omejitve, katerih namen je doseganja temeljnih ciljev zakona – varstva vlagateljev na trgu vrednostnih papirjev in varstva manjšinskih delničarjev pri prenosu kontrolnega deleža.

Ena temeljnih obveznosti pridobitelja je dolžnost javne objave podatkov, ki bi lahko pomembneje vplivali na ceno vrednostnih papirjev ciljne družbe, zlasti podatkov o spremembah deleža glasovalnih pravic. Zakon tako določa, da mora pridobitelj vsako pridobitev kvalificiranega deleža (vsakih 5%) javno objaviti, saj je ta informacija lahko pomembno znamenje, da lahko v bližnji prihodnosti pride do prevzema (Grilc, 2005, str. IV). Imetnikom vrednostnih papirjev se na podlagi take informacije daje možnost, da se odločijo, ali bodo delnice prodali ali ne, potencialni kupci pa lahko ugotovijo, ali je nakup smiseln kot dolgoročnejša naložba ali le kot kratkoročna naložba glede na možnost prevzema. Zakon torej določa dolžnost obveščanja o pridobivanju kvalificiranega deleža zato, da se lahko udeleženci na trgu vrednostnih papirjev na podlagi te informacije čim bolj pravilno odločijo glede nakupa ali prodaje (Zdolšek, 2003, str. 1422).

Kot je bilo že predhodno ugotovljeno, je za primere kršitve notifikacijske dolžnosti z ZPre sicer predpisana korporacijska sankcija z odvzemom glasovalnih pravic, vendar pridobitelj ne izgubi vseh glasovalnih pravic v ciljni družbi, ampak zgolj tiste, ki kvalificiran delež presegajo. Poleg tega izguba glasovalnih pravic ni trajna, saj se lahko pridobitelj z naknadno notifikacijo korporacijski sankciji izogne in ponovno uveljavlja glasovalne pravice iz vseh delnic, s katerimi razpolaga. Navedena ureditev tako dejansko pridobitelju kvalificiranega deleža prepušča odločitev o tem, kdaj bo pridobitev kvalificiranega deleža javno objavil, čeprav je objava teh informacij lahko ključnega pomena za ravnanje ostalih udeležencev na trgu, iz česar izhaja, da ZPre za tovrstne kršitve ne zagotavlja ustreznega sankcioniranja. Poleg tega je potrebno ugotoviti, da kršitve notifikacijske dolžnosti ne more sanirati niti naknadna objava, saj so posamezni delničarji lahko že pred naknadno objavo prodali svoje delnice, česar morda ne bi storili, če bi vedeli za koncentracijo lastništva. Korporacijska sankcija torej kljub kršitvi zakona (opustitev notifikacijske dolžnosti) ne preprečuje nastanka prepovedane posledice (neinformiranost udeležencev na trgu vrednostnih papirjev), saj prepovedana posledica nastane že v trenutku pridobitve kvalificiranega deleža in je zato tudi naknadna objava ne more sanirati (Zdolšek, 2003, str. 1423). Glede na povedano je mogoče zaključiti, da je v primeru kršitve notifikacijske dolžnosti predpostavka protipravnosti izpolnjena, saj je ravnanje kršitelja v nasprotju z zakonom, korporacijska sankcija pa prepovedanega stanja ne more (za nazaj) odpraviti.

Podobno vprašanje se zastavlja v primeru kršitev pravil o obvezni ponudbi, saj ZPre natančno določa primere, v katerih je pridobitelj dolžan objaviti javno ponudbo za odkup vseh delnic in hkrati določa sankcije, če navedene obveznosti ne izpolni. Pridobitelj namreč iz delnic, ki jih je pridobil v nasprotju s pravili o obvezni ponudbi nima pravice do glasovanja oziroma do upravljanja družbe, pri uresničevanju

glasovalne pravice pa ohrani enak odstotek, kot ga je imel pred pridobitvijo delnic v nasprotju z zakonom (55. člena ZPre). Ker torej pridobitelju korporacijska sankcija preprečuje izvrševanje kontrole v družbi, Zdolšek (2003, str. 1418) ugotavlja, da zaradi opustitve dolžnosti objave ponudbe za odkup ne nastane nobena prepovedana posledica. Ker ni prepovedane posledice, po njegovem prepričanju tudi ni protipravnosti, zato niso izpolnjene predpostavke za morebitno odškodninsko odgovornost.

Grilc (2005, str. VI) zastopa drugačno stališče in ugotavlja, da korporacijska sankcija nastanka prepovedane posledice ne preprečuje. Korporacijska sankcija namreč dejansko zaživi šele ob glasovanju na skupščini, ko bi bilo prevzemniku potrebno dopustiti glasovanje z enakim deležem glasovalnih pravic, kot ga je imel pred prekoračitvijo prevzemnega praga. Glasovanje prevzemnika z vsemi delnicami bi bilo v nasprotju z zakonom, kar predstavlja razlog za izpodbijanje skupščinskih sklepov pred sodiščem. Ker pa je izpodbojnost skupščinskih sklepov potrebno uveljavljati s tožbo, Grilc utemeljeno opozarja, da do pravnomočne odločitve o izpodbojni tožbi sklepi skupščine učinkujejo in zavezujejo, zato se lahko s spremembo večinskega lastnika položaj v družbi (čeprav samo začasno) vendarle bistveno spremeni, še preden manjšinski delničarji pred sodiščem uveljavijo odvzem glasovalnih pravic dejanskemu prevzemniku. Poleg tega morebiten odvzem glasovalnih pravic ne zagotavlja nobenega pravnega varstva delničarjem, ki so po tem, ko je prevzemnik presegel zakonsko določen prevzemni prag, svoje delnice že prodali, kar velja tudi v primeru, če bi prevzemnik morda kasneje objavil ponudbo za odkup. Taki delničarji namreč sploh niso aktivno legitimirani za vlaganje izpodbojnih tožb (ker niso več delničarji družbe, ne morejo izpodbijati sklepov skupščine), prav tako pa ne morejo sprejeti morebitne kasnejše ponudbe (če bi jo prevzemnik kasneje vendarle objavil), saj z delnicami ciljne družbe ne razpolagajo več. Korporacijska sankcija zanje torej nima nikakršnega pomena in jim ne zagotavlja nobenega pravnega varstva.

Glede na povedano je bolj prepričljivo drugo stališče, kar pomeni, da je protipravnost podana tudi v primeru kršitve pravil o obvezni ponudbi. Pridobitelj, ki kljub prekoračitvi prevzemnega praga ne objavi ponudbe za odkup, namreč ravna v nasprotju s prisilnimi predpisi. Poleg tega korporacijska sankcija, predpisana z ZPre, nastanka prepovedane posledice ne preprečuje, saj vsaj do pravnomočne odločitve sodišča o izpodbojni tožbi prevzemniku omogoča izvrševanje kontrole v družbi. Poleg tega lahko izpodbojnost skupščinskih sklepov uveljavljajo samo delničarji, ki svojih delnic (še) niso prodali, delničarji, ki so bili v trenutku nastopa protipravnosti sicer delničarji ciljne družbe, kasneje pa so svoje delnice prodali, pa izpodbojnosti sploh ne morejo uveljavljati. Zaključiti je torej mogoče, da je predpostavka protipravnosti

izpolnjena tako v primeru kršitve notifikacijske dolžnosti kot tudi v primeru kršitve pravil o obvezni ponudbi.

6.6.3.3. Škoda

Škoda je osrednji element odškodninske odgovornosti, saj je primarna funkcija odškodninskega prava v odstranitvi nepravičnega položaja, v katerem se je znašel oškodovanec, torej v odpravi njegovega prikrajšanja (Plavšak et al., 2003, str. 666). Škoda v najširšem smislu je vsak negativen poseg v pravno sfero drugega. Vendar vse pojavne oblike škode v najširšem smislu nimajo narave pravno priznane škode, torej tiste škode, za katero pravo kot sankcijo določa odškodninsko odgovornost (Plavšak et al., 2003, str. 756). Zakon tako določa, da je škoda zmanjšanje premoženja (navadna škoda), preprečitev povečanja premoženja (izgubljeni dobiček), pa tudi povzročitev telesnih ali duševnih bolečin ali strahu drugemu ali okrnitev ugleda pravne osebe (nepremoženjska škoda) (132. člen OZ). Ker z vidika obravnavane problematike nepremoženjska škoda ni relevantna, se bom v nadaljevanju omejil le na vidike pravno priznane premoženjske škode (navadna škoda in izgubljeni dobiček).

Premoženjska škoda v najširšem smislu je vsak poseg v premoženjskopravno sfero drugega. Izraža se v dveh oblikah, in sicer kot zmanjšanje premoženja (navadna škoda) ter kot preprečitev njegovega povečanja (izgubljeni dobiček). Pri tem je potrebno upoštevati, da pojem premoženja ne obsega samo stvari, temveč vse premoženjske pravice, torej pravice, ki imajo objektivno določljivo ekonomsko vrednost, ki jo je mogoče izraziti v denarju (stvarne, obligacijske in korporacijske pravice, vrednostni papirji ter pravice intelektualne lastnine) (Plavšak et al., 2003, str. 944). Izgubljeni dobiček je dobiček, ki bi ga bilo mogoče utemeljeno pričakovati glede na normalen tek stvari ali glede na posebne okoliščine, ki pa ga zaradi oškodovalčevega dejanja ali opustitve ni bilo mogoče doseči (3. odstavek 168. člena OZ). Gre torej za razliko med vrednostjo (izraženo v denarnih enotah) oškodovančevega premoženja, kakršna bi bila, če škodnega dogodka ne bi bilo in vrednostjo (izraženo v denarnih enotah) oškodovančevega premoženja, kakršna je po škodnem dogodku (Plavšak et al., 2003, str. 948).

Z vidika obravnavane problematike se zastavljajo vprašanja, ali lahko manjšinski delničarji zaradi protipravnega ravnanja prevzemnika utrpijo kakršnokoli pravno priznano škodo, v kakšni obliki in višini. Pri iskanju odgovora na navedena vprašanja je potrebno izhajati iz predpostavke, da manjšinski delničarji razpolagajo z določenim številom delnic ciljne družbe, ki imajo določeno vrednost. Pri tem seveda ni

relevantna knjigovodska vrednost delnic, ki praviloma ne odraža njihove realne vrednosti, ampak je relevantna njihova tržna vrednost, ki se oblikuje na trgu glede na ponudbo in povpraševanje. Ponudba in povpraševanje po delnicah sta odvisna od številnih faktorjev (poslovanja družbe, načrtov in napovedi za prihodnost itd), med katerimi imajo pomembno vlogo tudi informacije o spremembah oziroma nameravanih spremembah (zlasti utrjevanju) lastniške strukture v družbi. Informacije o nameravani koncentraciji lastništva v družbi namreč praviloma povzročijo dvig cene njenih delnic, saj se poveča oziroma se pričakuje povečano povpraševanje po teh delnicah. Po drugi strani pa informacija o tem, da je prevzemnik že pridobil kontrolni delež v določeni družbi, praviloma zmanjša povpraševanje po njenih delnicah in posledično padec njihove vrednosti. Informacije o pridobivanju večjega števila delnic (pridobivanje kvalificiranega deleža), še toliko bolj pa informacije o morebitni nameri za prevzem družbe, lahko torej (bistveno) vplivajo na ponudbo oziroma povpraševanje po delnicah te družbe, kar se izraža v višji oziroma nižji ceni njenih delnic. Ker predstavljajo delnice premoženje posameznih delničarjev, se s spreminjanjem cene delnic spreminja tudi vrednost njihovega premoženja.

Če torej po pridobitvi kontrolnega deleža, zaradi manjšega povpraševanja po delnicah, njihova cena pade, se posledično zmanjša tudi vrednost premoženja posameznega delničarja. Delničar, ki bi svoje delnice prodal, bi namreč zanje prejel manj denarja, kar pomeni, da bi se zmanjšala vrednost njegovega premoženja. Delničarju bi tako nastala določena premoženjska škoda (navadna škoda), ki bi se izražala kot razlika med vrednostjo delnic pred pridobitvijo kontrolnega deleža in vrednostjo delnic ob prodaji. V primeru prodaje delnic je torej škodo mogoče razmeroma enostavno opredeliti.

Dilema pa se pojavi, če delničar kljub padcu cene svojih delnic ne proda. V takem primeru namreč z delnicami še vedno razpolaga (v enakem številu), le njihova vrednost je zaradi padca cene manjša. Ker pa delnic ne proda, se tudi zmanjšanje njihove vrednosti dejansko ne realizira. Delničar torej ne prejme manj denarja za svoje delnice, kar bi se zgodilo v primeru, če bi delnice prodal, zato pride do zmanjšanja vrednosti njegovega premoženja le navidezno (računsko). Tako se zastavlja vprašanje, ali delničar v takem primeru sploh utrpí kakšno pravno priznano škodo. Menim, da delničarju (pravno priznana) škoda v tem primeru ne nastane. Ker namreč delnic ni prodal, je njegovo prikrajšanje zgolj navidezno (računsko) in se zato nikoli ne realizira. V takem primeru tudi ni mogoče opredeliti trenutka, v katerem naj bi se prikrajšanje ugotavljalo, saj do dejanskega prikrajšanja nikoli ni prišlo. Poleg tega delničar še vedno razpolagajo z enakim številom delnic, zato ni izključeno, da njihova vrednost v bodoče ne bo ponovno narasla, s čimer bi se lahko odpravilo tudi njegovo domnevno prikrajšanje. Edini primer, kjer bi bilo mogoče v zvezi z

delničarjem, ki svojih delnic ni prodal, govoriti o nastanku pravno priznane škode, je primer, ko bi delničar svoje delnice sicer želel prodati, vendar jih zaradi popolne nelikvidnosti trga s temi delnicami, ne bi mogel prodati, ker po njih ne bi bilo nobenega povpraševanja. V takem primeru bi bila namreč tržna vrednost njegovih delnic dejansko 0, zato bi mu bilo potrebno nuditi ustrezno pravno varstvo, pod pogojem, da bi delničar dokazal, da je delnice v določenem trenutku želel prodati, vendar tega zaradi popolne nelikvidnosti trga ni mogel storiti. Delničar bi moral v tem primeru deponirati svoje delnice, tako da z njimi ne bi več mogel prosto razpolagati.

Zaključiti je torej mogoče, da delničarjem lahko nastane pravno priznana škoda praviloma le v primeru, če delnice prodajo in z njimi ne razpolagajo več, le izjemoma pa tudi v primeru, če delnic zaradi popolne nelikvidnosti trga ne morejo prodati. Samo v takem primeru pride namreč do dejanskega prikrajšanja, ki ga je mogoče opredeliti tudi v denarju.

Poleg primerov, ko cena delnic zaradi protipravnega ravnanja prevzemnika pade, pa je možna tudi obratna situacija, v kateri bi določen delničar, zaradi neobveščенosti o pridobitvi kvalificiranega deleža oziroma nameravanem prevzemu (protipravno ravnanje), svoje delnice prodal, prevzemnik pa bi kasneje nadaljeval s koncentracijo lastništva in morda celo objavil ponudbo za odkup, v kateri bi ponudil bistveno višjo ceno. V takem primeru bi delničar za svoje delnice zaradi predčasne prodaje prejel manj denarja kot če protipravnega ravnanja ne bi bilo in bi svoje delnice za višjo ceno prodal kasneje. Vrednost njegovega premoženja je torej zaradi predčasne prodaje manjša kot bi bila, če bi delnice prodal kasneje, kar pomeni, da delničar svojega premoženja zaradi protipravnega ravnanja prevzemnika ni mogel povečati. Delničar je torej izgubil dobiček, ki ga je bilo utemeljeno pričakovati, zato je mogoče zaključiti, da mu je tudi v tem primeru nastala pravno priznana škoda v obliki izgubljenega dobička (3. odstavek 168. člena OZ).

Vendar zgolj načelna ugotovitev, da je delničarju nastala določena pravno priznana premoženjska škoda, za ugotavljanje odškodninske odgovornosti ne zadostuje. Škodo je namreč potrebno natančno opredeliti tudi po višini, torej kot konkretno zmanjšanje premoženja (navadna škoda) oziroma preprečitev njegovega povečanja (izgubljeni dobiček). Da bi to ugotovili, je potrebno opredeliti izhodiščne točke in izračunati škodo kot razliko med vrednostjo (opredeljeno v denarju), ki jo je delničar dobil pri prodaji delnic in vrednostjo (opredeljeno v denarju), ki bi jo moral dobiti oziroma bi jo lahko dobil, če protipravnega ravnanja ne bi bilo.

Prva izhodiščna točka ni problematična, saj jo predstavlja prodajna cena, po kateri je delničar prodal svoje delnice, torej vrednost delnic izražena v denarju v trenutku

njihove prodaje. Z drugim izhodiščem pa je več težav, pri čemer je potrebno razlikovati med primeri, ko prevzemnik kasneje vendarle objavi ponudbo za odkup in primeri, ko ponudbe za odkup sploh ne objavi. V prvem primeru je namreč izhodiščna cena enaka ceni, ki jo je prevzemnik ponudil v naknadni ponudbi, saj mora biti ta cena oblikovana v skladu z vsemi zakonskimi omejitvami (izplačilo cene v denarju – odstavek 8. člena ZPre; najvišja od cen, ki jo je prevzemnik plačal za katerokoli pridobitev delnic po tem, ko je presegel prevzemni prag – 5. odstavek 7. člena ZPre; najvišja cena, ki jo je prevzemnik nudil za pridobitev delnic v zadnjih 6 mesecih, če je v tem času pridobil več kot 10% delnic ciljne družbe – 4. odstavek 7. člena ZPre), če želi prevzemnik pridobiti soglasje Agencije za objavo ponudbe.

V drugem primeru (ko prevzemnik ponudbe za odkup sploh ne objavi) pa je ugotavljanje cene bolj problematično, saj je določitev te cene zgolj hipotetična in jo je zato potrebno ugotoviti s pomočjo drugih naveznih okoliščin. Ker izhajamo iz predpostavke, da se je cena delnic spremenila zaradi protipravnega ravnanja prevzemnika, je potrebno ugotoviti, kakšna bi bila, če protipravnosti ne bi bilo. Da bi to lahko ugotovili, je potrebno najprej opredeliti trenutek, ko je protipravnost nastopila. V primeru kršitev pravil o obvezni ponudbi je to trenutek, ko je prevzemnik presegel prevzemni prag. Ker je kljub temu kupoval delnice ciljne družbe, je kot izhodiščno ceno potrebno šteti najvišjo ceno, po kateri je pridobil delnice ciljne družbe po tem ko je prekoračil prevzemni prag (smiselna uporaba 5. odstavka 8. člena ZPre) oziroma najvišjo ceno po kateri je v roku 6 mesecev pred prekoračitvijo prevzemnega praga pridobil delnice ciljne družbe (smiselna uporaba 6. odstavka 8. člena ZPre). Na ta način je tudi v primerih, ko prevzemnik sploh ni objavil ponudbe za odkup, s smiselno uporabo pravil ZPre mogoče določiti izhodišča za ugotavljanje višine škode.

Podobno je v primeru kršitve notifikacijske dolžnosti, pri kateri protipravnosti nastopi v trenutku, ko prevzemnik pridobi kvalificiran delež in o njem ne obvesti javnosti. Če posamezni delničar po nastopu protipravnosti delnice ciljne družbe proda, njihova cena pa kasneje naraste, mu nastane škoda v obliki izgubljenega dobička. Delničar bi namreč v primeru ustrezne obveščенosti o pridobitvi kvalificiranega deleža s prodajo delnic lahko počakal in kasneje zanje iztržil višjo ceno. Razlika med vrednostjo delnic ob prodaji in vrednostjo delnic, ki je posledica koncentracije lastništva, predstavlja izhodišče za ugotavljanje izgubljenega dobička posameznega delničarja. Pri tem je seveda razumljivo, da ne more biti katerakoli višja cena v prihodnosti povezana s protipravnim ravnanjem prevzemnika, zato je pri ugotavljanju te cene potrebno upoštevati zgolj spremembe cene, ki so v vzročni zvezi s protipravnim ravnanjem (več o tem v poglavju 6.6.3.4.). Zato tudi časovno obdobje, v katerem bi se ugotavljala taka sprememba cene, ne more biti neomejeno, ampak gre

lahko za relativno kratko časovno obdobje, v katerem je še mogoče dokazati povezavo med protipravnim ravnanjem in spremembo cene.

6.6.3.4. Vzročna zveza

Obveznost povračila škode lahko zajema le tisto škodo, ki je v vzročni zvezi s škodljivim dejstvom. Vendar je škoda pogosto posledica delovanja več vzrokov, ki delujejo sočasno, ali pa si sledijo v določenem časovnem zaporedju, zato je vrednotenje posameznega (so)vzroka nujno, da dobimo odgovor na vprašanje, kateri vzrok je odločilen. Pri tem si pravna teorija in sodna praksa pomagata z različnimi teorijami o vzročni zvezi, saj OZ ni zavzel stališča do vprašanja interpretacije vzročne zveze. Sodna praksa si tako od primera do primera odgovarja na vprašanje, kaj se šteje za pravno relevantno vzročno zvezo in kaj ne (Plavšak et al., 2003, str. 671). Pri tem ima osrednje mesto teorija o aдекватni vzročnosti, ki uči, da je izmed več okoliščin, ki so povezane z nastankom škode, za pravno upoštevan vzrok potrebno šteti tiste okoliščine, ki pri rednem teku stvari pripeljejo do določene posledice (Plavšak et al., 2003, str. 681).

Z vidika problematike varstva pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva je vprašanje vzročne zveze izmed vseh predpostavk odškodninske odgovornosti za oškodovanca najbolj problematično. Oškodovanec (imetnik delnic ciljne družbe) mora namreč dokazati, da je škoda, ki se kot posledica spremembe cene delnic kaže v zmanjšanju njegovega premoženja oziroma preprečitvi njegovega povečanja, v neposredni vzročni zvezi s protipravnim ravnanjem kršitelja. Ni namreč vsaka sprememba cene delnic neposredna posledica protipravnega ravnanja, ne glede na to ali do nje pride sočasno s protipravnim ravnanjem ali pa kasneje. Na ceno delnic vplivajo namreč različni faktorji, zato njene spremembe ni mogoče avtomatično pripisati protipravnemu ravnanju kršitelja. V vsakem konkretnem primeru je zato potrebno ugotoviti, kdaj je prišlo do spremembe cene delnic določene družbe, nato pa preveriti vse okoliščine, ki bi lahko v posameznem trenutku na tako spremembo vplivale. Šele ob izključitvi drugih vzrokov je mogoče zaključiti, da je zaradi konkretno opredeljenega protipravnega ravnanja kršitelja delničarjem ciljne družbe nastala pravno priznana škoda.

6.6.3.5. Krivda

Krivda oškodovalca je karakteristična predpostavka subjektivne odškodninske odgovornosti in s tem njeno bistvo. S krivdo razumemo sposobnost oškodovalca, da

spozna nedopustnost svojega ravnanja in po tem spoznanju uravnava svoje obnašanje. Kriv je, kdor se je nedopustnosti očitane dejanja (ali opustitve) in možnosti nastanka škode zavedal, ali pa se ju ni zavedal, pa bi se ju po svojih sposobnostih moral in mogel zavedati (Plavšak et al., 2003, str. 796). Krivda je podana, kadar oškodovalec povzroči škodo namenoma ali iz malomarnosti (135. člen OZ), kar pomeni, da za nastanek odškodninske odgovornosti oblika krivde ni pomembna. Ni torej potrebno, da bi kršitelj ravnal namenoma, ampak zadostuje že najlažja stopnja malomarnosti.

Krivda je v tesni zvezi s protipravnostjo, saj oboje izraža negativen odnos do ravnanja odgovorne osebe in nastalih posledic, vendar obeh pojmov kljub temu ne gre enačiti. Protipravnost se namreč osredotoča na objektivne vidike (kršitev določenih pravil), medtem ko krivda izraža subjektiven odnos odgovorne osebe do prepovedanega ravnanja in nastale posledice (Plavšak et al., 2003, str. 668). Od drugih predpostavk odškodninske odgovornosti se krivda razlikuje tudi po tem, da se v skladu s pravilom o obrnjenem dokaznem bremenu domneva, kar pomeni, da se odgovorna oseba odgovornosti lahko razbremeni le, če dokaže, da za nastalo škodo ni kriva. Na ta način se olajša vloga oškodovanca, ki praviloma ne pozna okoliščin, ki izvirajo iz sfere nasprotne stranke, zato bi bilo dokazovanje krivde z vidika oškodovanca zanj lahko preveliko breme.

Glede na dejstvo, da se krivda domneva, manjšinskim delničarjem ob izpolnjenih ostalih predpostavkah odškodninske odgovornosti ne bo potrebno dokazovati tudi krivde kršitelja. Slednji se bo moral odškodninske odgovornosti razbremeniti sam, tako da bo dokazal, da za nastalo škodo ni kriv. Glede na dejstvo, da gre v primerih koncentracije lastništva pri kršiteljih večinoma za gospodarske subjekte, od katerih se pričakujeta ustrezno znanje in skrbnost pri opravljanju poslov, bo potrebno razloge, ki bi utemeljevali razbremenitev odgovornosti razlagati restriktivno. Tako bi samo izjemne okoliščine kršitelja lahko razbremenile odškodninske odgovornosti, sicer pa se ob ugotovljenih ostalih predpostavkah svoje odškodninske odgovornosti praviloma ne bo mogel razbremeniti. Glede na pomisleke v teoriji, da ne bi bilo primerno kaznovanje za vsako, pa čeprav le minimalno prekoračitev prevzemnega praga, bi bilo iz posebej opravičljivih razlogov odškodninsko odgovornost kršitelja mogoče izključiti na taki podlagi, v drugih primerih pa praviloma ne.

6.6.3.6. Oblike in obseg povrnitve škode

Ko je ugotovljen obstoj vseh predpostavk odškodninske odgovornosti, je potrebno odločiti še o povrnitvi škode. Ker je namen pravil o odškodninski odgovornosti v

izravnanju negativne posledice, torej škode, ki jo je pretrpel oškodovanec, je v zvezi s povrnitvijo škode temeljno vodilo načelo popolne odškodnine, ki določa, da odškodnina ne sme presegati škode in da je pri odmeri odškodnine potrebno upoštevati vse okoliščine, tako da postane premoženjski položaj oškodovanca takšen, kakršen bi bil, če ne bi bilo škodljivega dejanja ali opustitve (169. člen OZ).

Obligacijski zakonik pozna dve obliki povrnitve premoženjske škode:

- vzpostavitev prejšnjega stanja – naturalna restitucija,
- denarna odškodnina.

Odgovorna oseba je dolžna vzpostaviti stanje, ki je bilo, preden je škoda nastala, pri čemer je v primeru, če vzpostavitev prejšnjega stanja škode ne odpravi popolnoma, za razliko dolžna plačati denarno odškodnino. Denarno odškodnino mora oškodovancu izplačati tudi takrat, kadar vzpostavitev prejšnjega stanja ni mogoča ali kadar je sodišče mnenja, da ni nujno da bi to storila odgovorna oseba (164. člen OZ).

V primerih odškodninskih zahtevkov manjšinskih delničarjev vzpostavitev prejšnjega stanja pojmovno ni mogoča, saj si ni mogoče zamisliti, kako bi bilo mogoče vzpostaviti prejšnje stanje in s tem odpraviti nastalo škodo. Tudi morebitna prodaja delnic, ki jih je kršitelj pridobil v nasprotju s pravili ZPre, ne bi odpravila škode, ki so jo utrpeli posamezni delničarji, ampak bi taka prodaja ustvarjala le dodatno zmedo na trgu. Plačilo denarne odškodnine je torej edina primerna oblika povrnitve škode oškodovanim delničarjem.

Denar je splošno merilo vrednosti premoženja, zato lahko tudi obseg premoženjske škode merimo v denarju. Plačilo denarne odškodnine je torej plačilo določenega denarnega zneska, ki je enak obsegu premoženjske škode, ki jo je odgovorna oseba dolžna povrniti (Plavšak et al., 2003, str. 924). Glede na ugotovljen obseg premoženjske škode (navadne škoda ali izgubljenega dobička), katere višino bo moral dokazati posamezni delničar, bo odgovorna oseba dolžna izplačati oškodovancu v denarju izraženo škodo skupaj z zamudnimi obrestmi, ki tečejo od trenutka nastanka škode. S tem trenutkom se namreč odškodninska obveznost šteje za zapadlo (165. člen OZ), zato je od zapadlosti dalje dolžnik v zamudi. Na ta način bo odpravljeno prikrajšanje oškodovanega delničarja, ki je nastalo zaradi protipravnega ravnanja odgovorne osebe.

Glede na povedano je mogoče zaključiti, da lahko pravila o splošni odškodninski odgovornosti služijo kot eno izmed sredstev manjšinskih delničarjev, ki lahko z uporabo navedenih pravil od kršitelja zahtevajo povrnitev premoženjske škode, ki jim je nastala zaradi njegovega protipravnega ravnanja.

7. SKLEPNE UGOTOVITVE

Koncentracija lastništva v podjetju je proces, ki je nezdružljivo povezan z gospodarskim razvojem in težnjami po gospodarski rasti. Pri tem ima osrednjo vlogo delniška družba kot najbolj primerna pravnoorganizacijska oblika za zbiranje manjših količin kapitala z namenom, da bi se doseglo pozitivne učinke koncentracije velikega kapitala. Vendar razpršena lastniška struktura, ki je značilna za sodobne odprte delniške družbe, ni optimalna za njihovo poslovanje, saj zvišuje stroške in zmanjšuje interes posameznih delničarjev za sodelovanje pri upravljanju družbe, zato se v mednarodni poslovni praksi, po letu 1990 pa tudi v Sloveniji, veliko razpravlja o različnih oblikah koncentracije lastništva, katerih temeljni namen je zlasti povečanje učinkovitosti posameznega podjetja.

Koncentracija lastništva poteka na različne načine, za vse pa je značilno, da se namesto dotedanje razpršene in praviloma medsebojno nepovezane lastniške strukture v določenem podjetju pojavi kontrolni delničar, ki ima v primerjavi z ostalimi delničarji bistveno večji vpliv na poslovanje podjetja. Ker se zaradi uveljavljenega večinskega načela pri odločanju, s prihodom novega kontrolnega delničarja lahko bistveno spremeni položaj ostalih delničarjev, so se v zakonodajah izoblikovala pravila, katerih namen je preprečiti zlorabo prevladujočega položaja večinskega delničarja in zagotoviti učinkovit sistem varstva pravic manjšinskih delničarjev. Pri tem je poseben poudarek namenjen varstvu pravic manjšinskih delničarjev v postopkih koncentracije lastništva, ko je njihov položaj, zaradi različnih, pogosto celo nasprotujočih si interesov udeležениh subjektov, najbolj ogrožen.

S sprejemom ZPre leta 1997 so bili tudi v Sloveniji postavljeni temelji manjšinskega varstva v primerih koncentracije lastništva. Pri tem ima, podobno kot v drugih ureditvah, osrednjo vlogo institut obvezne javne ponudbe, ki se izraža v zahtevi, da oseba, ki želi pridobiti kontrolni delež v družbi, objavi javno ponudbo za odkup vseh delnic, s čimer se zagotavlja manjšinskim delničarjem, da lahko pod enakimi pogoji izstopijo iz družbe. Poleg tega predpisuje zakon različne obveznosti in omejitve, ki jih morajo v postopku koncentracije lastništva upoštevati udeleženi subjekti. ZPre primerjalnopravno torej ne odstopa od uveljavljenih standardov manjšinskega varstva, vendar je kljub temu v določenih delih pomanjkljiv in neustrezen, kar se je pokazalo tudi z njegovo uporabo v praksi. Pri tem je mogoče izpostaviti zlasti:

- neustrezno definicijo povezanih oseb, ki ni dovolj jasna in otežuje dokazovanje usklajenega delovanja,
- odsotnost poprevzemne zaščite delničarjev, ki omogoča ponudniku, da po izteku trajanja ponudbe pridobiva delnice po višji ceni, kot jo je ponudil v ponudbi,

- neustrezno urejanje instituta iztisnitve manjšinskih delničarjev, ki se vsebinsko navezuje na zakonodajo o gospodarskih družbah, ta pa iztisnitve ne pogojuje s predhodno izvedenim postopkom ponudbe,
- neurejenost pravice prodaje manjšinskega deleža, ki ne omogoča manjšinskim delničarjem, da bi zahtevali od prevzemnika odkup svojih delnic,
- neustrezno urejanje družbe pooblaščenke, ki zaradi uveljavljene izjeme družbi pooblaščenki omogoča pridobivanje delnic brez javne ponudbe, kar v praksi omogoča netransparentno pridobivanje kontrolnega deleža, zlasti s strani menedžerjev, manjšinskih delničarjem pa ne zagotavlja ustreznega varstva in jim ne omogoča, da bi pod enakimi pogoji izstopili iz družbe.

Kot ključno slabost ZPre pa je mogoče izpostaviti neučinkovitost predpisanih sankcij, zlasti korporacijske sankcije, kar veljavno ureditev tudi s primerjalnega vidika uvršča med najmanj učinkovite. Namesto primerjalnopravno uveljavljene sankcije z odvzemom vseh glasovalnih pravic, je namreč korporacijska sankcija z ZPre omejena zgolj na odvzem glasovalnih pravic iz delnic, ki so bile pridobljene v nasprotju z zakonom, pri čemer zakon zaradi ohranjanja enake relativne moči prevzemnika vzpostavlja zapleten mehanizem, na podlagi katerega ostalim delničarjem prirastejo glasovalne pravice, ki so bile odvzete prevzemniku. Ker tako zapletenega mehanizma praviloma ni mogoče izvršiti že ob glasovanju na skupščini delniške družbe in torej ni mogoče natančno ugotoviti, s kakšnim deležem glasovalnih pravic lahko glasuje posamezni delničar, se korporacijska sankcija dejansko lahko uveljavlja šele naknadno, z izpodbijanjem skupščinskih sklepov pred sodiščem. Posamezni delničarji lahko torej šele v naknadnem sodnem postopku, ob izpolnitvi številnih formalnih in vsebinskih predpostavk, uveljavijo korporacijsko sankcijo z delnim odvzemom glasovalnih pravic, kar zaradi zapletenosti in dolgotrajnosti postopkov ter visokih stroškov povsem zmanjšuje njeno učinkovitost. Zaključiti je torej mogoče, da ZPre ne zagotavlja učinkovitega varstva pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva, s čimer je potrjena hipoteza 1.

Za višjo raven manjšinskega varstva so torej nujno potrebne spremembe, ki bi odpravile temeljne pomanjkljivosti veljavne ureditve. Tako bi bilo potrebno bolj jasno definirati povezane osebe in usklajeno delovanje, zagotoviti poprevzemno zaščito delničarjev, iztisnitev manjšinskih delničarjev navezati na predhodno izveden postopek javne ponudbe, urediti pravico prodaje manjšinskega deleža ter odpraviti izjemo v zvezi z družbo pooblaščenko in njen položaj izenačiti z drugimi subjekti, ki želijo pridobiti nadzor nad podjetjem. Poleg tega bi bilo potrebno uvesti učinkovitejšo in primerjalnopravno bolj utemeljeno (Velika Britanija, Italija itd) korporacijsko

sankcijo, ki bi kršitelju odvzela glasovalne pravice iz vseh delnic ciljne družbe, s katerimi razpolaga, s čimer bi mu bilo popolnoma onemogočeno vsakršno sodelovanje pri upravljanju družbe. Zaostriti bi bilo potrebno tudi zagrožene kazni, po vzoru Italije pa bi bilo smiselno razmisliti o povečani osebni odgovornosti odgovornih oseb za očitane kršitve. Tako sankcioniranje bi bilo brez dvoma bolj učinkovito, hkrati pa bi imelo tudi določene generalno-preventivne učinke, ki jih v veljavni ureditvi ni mogoče zaslediti.

Predlog novele ZPre-A prinaša številne pozitivne, primerjalnopravno utemeljene in z evropsko Direktivo usklajene novosti, saj bolj jasno definira temeljne institute (veljavnost zakona, prevzemni prag, povezane osebe itd) in uvaja dodatno varstvo manjšinskih delničarjev (odprava izjeme v zvezi z družbo pooblaščenko, večje pristojnosti Agencije, omejitve prevzemnika pri določanju cene, pravica do odkupa deleža manjšinskih delničarjev, pravica do prodaje manjšinskega deleža, višje globe za prekrške itd). Kljub temu pa predlog ohranja največjo slabost veljavne ureditve – korporacijsko sankcijo z delnim odvzemom glasovalnih pravic, namesto učinkovitejše in primerjalnopravno bolj utemeljene sankcije z odvzemom vseh glasovalnih pravic, s katerimi razpolaga prevzemnik. Novela ZPre-A torej ne bi odpravila temeljne pomanjkljivosti veljavne ureditve glede sankcioniranja, zato njena učinkovitost ne bi bila bistveno večja. Glede na povedano hipoteze 3 v delu, ki se nanaša na ZPre-A ni mogoče potrditi, saj predlagana ureditev še vedno ne zagotavlja bistveno večje ravni varstva pravic manjšinskih delničarjev.

Predlog ZPre-1 povsem na novo ureja obravnavano področje, zato tudi s konceptualnega vidika globlje posega v veljavno ureditev. Pri tem posebno pozornost namenja usklajenemu delovanju in v tej zvezi uveljavlja več zakonskih domnev, na podlagi katerih se domneva, da določene osebe delujejo usklajeno, kar pomeni, da dokazno breme prenaša na domnevnega kršitelja. ZPre-1 uvaja dodatne omejitve prevzemnika pri določanju cene, uveljavlja poprevzemno zaščito delničarjev, uzakonja izključitev manjšinskih delničarjev in izstop manjšinskih delničarjev iz družbe, odpravlja izjemo v zvezi z družbo pooblaščenko ter daje dodatne pristojnosti Agenciji, kar bo omogočilo večjo učinkovitost njenega dela. Poleg tega ZPre-1 s povsem novim, primerjalnopravno utemeljenim, pristopom bistveno bolje opredeljuje sankcije za primere kršitev, saj uveljavlja korporacijsko sankcijo s popolnim odvzemom vseh glasovalnih pravic prevzemnika, dokler le-ta bodisi ne da prevzemne ponudbe bodisi ne odtuji delnic tako, da prevzemnega praga ne dosega več. Na ta način bo mogoče bistveno bolj učinkovito sankcioniranje kršitev, saj bo kršiteljem onemogočeno kakršnokoli sodelovanje pri upravljanju ciljne družbe. Glede na navedeno je hipotezo 3 v delu, ki se nanaša na ZPre-1 mogoče potrditi, saj bo

predlagana ureditev zagotavljala dober normativni okvir za učinkovito varstvo pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva.

Ob ugotovljenih pomanjkljivostih veljavne ureditve manjšinskega varstva v postopkih koncentracije lastništva v podjetju, je bil namen tega dela ugotoviti, ali obstajajo drugi alternativni načini, s pomočjo katerih bi lahko manjšinski delničarji učinkovito zavarovali svoje pravice in interese. Nobenih utemeljenih razlogov namreč ni, da se manjšinski delničarji pri varstvu svojih pravic ne bi mogli sklicevati na druga pravila korporacijskega prava ter na temeljna načela in pravila obligacijskega prava.

Pravila korporacijskega prava imajo v postopkih koncentracije lastništva svojo pomembno vlogo že v zvezi z institutom izpodbijanja skupščinskih sklepov, ki je ključnega pomena za uveljavljanje korporacijske sankcije. Poleg tega lahko manjšinski delničarji svoje pravice zavarujejo tudi s sklicevanjem na pravila o odškodninski odgovornosti članov organov vodenja ali nadzora ter tretjih oseb za škodo, ki bi jo s kršitvijo svojih dolžnosti ali kakšnim drugim ravnanjem povzročili družbi ali njenim delničarjem. Ni namreč izključeno, da bi navedene osebe s protipravnim ravnanjem družbi ali njenim delničarjem povzročile škodo, zato lahko družba ali posamezni delničarji z uveljavljanjem odškodninskih zahtevkov zahtevajo povrnitev te škode.

Ker pa so pravila korporacijskega prava o odškodninski odgovornosti praviloma namenjena uveljavljanju odškodninskih zahtevkov družbe, le izjemoma pa tudi posameznih delničarjev, imajo manjšinski delničarji več možnosti za uveljavljanje svojih pravic s sklicevanjem na temeljna načela in pravila obligacijskega prava, zlasti na pravila o kontrahirni dolžnosti ter splošna pravila o odškodninski odgovornosti.

ZPre kontrahirne dolžnosti izrecno sicer ne predpisuje, vendar je z njegovo razlago mogoče sklepati, da v primerih kršitve pravil o obvezni ponudbi vendarle obstaja. Zakon namreč prevzemnika, ki preseže zakonsko določen prevzemni prag, zavezuje, da mora objaviti ponudbo za odkup vseh delnic, kar pomeni, da mora skleniti pogodbo o odkupu delnic z vsakim delničarjem, ki njegovo ponudbo sprejme. Po prekoračitvi prevzemnega praga in objavi ponudbe torej ni odvisno od volje prevzemnika, ali bo pogodba o odkupu delnic sklenjena ali ne, ampak je odločitev o tem odvisna izključno od volje vsakega posameznega delničarja, na katerega je naslovljena ponudba. Ker ni nobenih utemeljenih razlogov za drugačno obravnavanje v primerih, ko prevzemnik ponudbe sploh ne objavi, lahko delničarji s sklicevanjem na smiselno uporabo kontrahirne dolžnosti zahtevajo, da prevzemnik, ki je presegel prevzemni prag, odkupi njihove delnice. Ob tem pa je potrebno upoštevati, da

predlog ZPre-1 uporabo instituta kontrahirne dolžnosti izrecno izključuje, zato bo v primeru njegovega sprejema uporaba tega instituta dokončno izključena.

Delničarji pa lahko svoje pravice zavarujejo tudi s sklicevanjem na splošna pravila o odškodninski odgovornosti. Če je namreč zaradi protipravnega ravnanja prevzemnika, ki se izraža v kršitvi pravil o obvezni ponudbi oziroma kršitvi notifikacijske dolžnosti o pridobitvi kvalificiranega deleža, posameznemu delničarju nastala premoženjska škoda v obliki navadne škode ali izgubljenega dobička in so torej izpolnjene vse predpostavke splošne odškodninske odgovornosti, ni nobenih utemeljenih razlogov, da posamezni delničar od prevzemnika ne bi mogel zahtevati povrnitve te škode pred sodiščem.

Zaključiti je torej mogoče, da lahko manjšinski delničarji kljub nezadostnemu varstvu na podlagi ZPre z drugimi alternativnimi načini učinkovito zavarujejo svoje pravice in interese. Tako lahko na podlagi pravil korporacijskega prava uveljavljajo odškodninsko odgovornost odgovornih oseb, od prevzemnika pa lahko s sklicevanjem na kontrahirno dolžnost zahtevajo sklenitev pogodbe o odkupu njihovih delnic oziroma na podlagi pravil o splošni odškodninski odgovornosti zahtevajo povrnitev povzročene škode. S tem je potrjena tudi hipoteza 2.

8. LITERATURA

1. Bešter Janez: Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo. Ljubljana : Gospodarski Vestnik, 1996. 157 str.
2. Bohinc Rado: Povezovanje delničarjev pri uresničevanju glasovalne pravice. Podjetje in delo, Ljubljana, XXII (1996), 5-6, str. 721-730.
3. Bohinc Rado: Novela ZGD o združitvah gospodarskih družb. Združitve in prevzemi gospodarskih družb, Ljubljana : Društvo ekonomistov Ljubljana, 2000, str. 7-23.
4. Boros Elizabeth: Minority Shareholders' Remedies. Oxford : Clarendon Press, 1995, 329 str.
5. Bratina Borut: Kdaj ima delničar pravico do tožbe. Podjetje in delo, Ljubljana, XX (1994), 4, str. 390-397.
6. Brigham Eugene F., Houston Joel F.: Fundamentals of Financial Management. Fort Worth : South-Western College Pub, 2003, 928 str.
7. Cankar Nina: Obramba delniške družbe pred prevzemom po slovenski zakonodaji. Diplomsko delo. Ljubljana : Pravna fakulteta, 2002. 62 str.
8. Cankar Nina: Družba pooblaščenka. Pravna praksa, Ljubljana, 21 (2002a), 23, str. I-IV.
9. Charny David A.: Competition among Jurisdictiones in Formulating Corporate Law Rules : An American Perspective on the »Race to the Bottom« in the European Communities. Harvard Journal of International Law, Cambridge, 32 (1991), str. 366-423.
10. Cook John, Kerse Chris: EC Merger Control. London : Sweet & Maxwell, 2000. 376 str.
11. Davies Paul L.: Gower and Davies : The Principles of Modern Company Law. London : Sweet & Maxwell, 2003. 897 str.
12. Daekin Simon et al.: Implicit contracts, takeovers, and corporate governance: In the shadow of the City Code. ESCR Centre for Business Research – Working Paper. University of Cambridge, 254 (2002) [URL: <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP254.pdf>]. 11.03.2006.
13. Ellerman David P.: Management & Employee Buy-Outs as a Technique of Privatization. CEEP, 1993. 211 str.
14. Farrar John H.: Farrar's Company Law. London : Butterworths, 1998, 802 str.
15. Forstinger Christin M.: Takeover Law in the EU and the USA: A Comparative Analysis. The Hague : Kluwer Law International, 2002, 182 str.
16. Foster Reed Stanley, Reed Layoux Alexandra: The Art of M&A : A Merger Acquisition Buyout Guide. New York : McGraw-Hill, 1998. 1011 str.
17. Grilc Anton: Odškodninska odgovornost za kršitve ZPre. Pravna praksa, Ljubljana, 21 (2005), 23, str. I-VIII.

18. Hopt Klaus J.: Takeover regulation in Europe – The battle for the 13th directive on takeovers. *Australian Journal of Corporate Law*, 15 (2002). [URL: <http://islandia.law.yale.edu/ccl/papers/symposium10-21-03/3-2Pane3-opt.pdf>]. 02.02.2005.
19. Ivanjko Šime: Nasprotje interesov v gospodarski družbi (skupni cilji in interesi v družbi). *Podjetje in delo*, Ljubljana, XXI (1995), 5-6, str. 601-612.
20. Kocbek Marijan: Varstvo manjšinskih delničarjev v zvezi z odškodninskimi zahtevki in zahtevami za izredne revizije. *Podjetje in delo*, Ljubljana, XXII (1996), 5-6, str. 650-662.
21. Kocbek Marijan: Prevzem podjetij in prevzem gospodarske družbe – pridobitev kontrolnega deleža delniške družbe. *Pravnik*, Ljubljana, 54 (1999), 6-8, str. 321-331.
22. Kocbek Marijan: Prevzem z na novo izdanimi delnicami kot nadomestnimi vrednostnimi papirji. *Podjetje in delo*, Ljubljana, XXV (1999a), 3-4, str. 413-423.
23. Kocbek Marijan, Plavšak Nina, Premk Peter: *Zakon o prevzemih (ZPre) s komentarjem*. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1997. 242 str.
24. Kocbek Marijan, Samec Nataša, Vindiš Jožica: Novejše (zakonsko) urejanje prevzemov družb v nekaterih držav zahodne Evrope, ZDA ter harmonizacija v Evropski uniji. *Podjetje in delo*, Ljubljana, XXVIII (2002), 2, str. 373-426.
25. Kocbek Marijan et al.: *Zakon o gospodarskih družbah (ZGD) s komentarjem : 1. knjiga*. Ljubljana : GV Založba, 2002, 1065 str.
26. Kocbek Marijan et al.: *Zakon o gospodarskih družbah (ZGD) s komentarjem : 2. knjiga*. Ljubljana : GV Založba, 2002a, 1449 str.
27. Lindsay Alistair: *The EC Merger Regulation : Substantive Issues*. London : Sweet & Maxwell, 2003. 511 str.
28. Levy Nicholas: *EU Merger Control: From Birth to Adolescence*. *World Competition*, Netherlands : Kluwer Law International, 26 (2003), 2, str. 195-218.
29. Martin John D. et al.: *Basic Financial Management*. New Jersey : Prentice Hall, 1998. 872 str.
30. Milivojevič Gregor: *Managerski odkup podjetja pri spreminjanju lastništva slovenskih podjetij: Primer BTC, d.d.* Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002, 43 str.
31. Mlinarič Špelca: *Družba pooblaščenka*. Diplomsko delo. Ljubljana : Pravna fakulteta, 2003. 62 str.
32. Morse Geoffrey: *Charlesworth & Morse Company Law*. London : Sweet & Maxwell, 1999. 638 str.
33. Murley Richard et al.: *A Practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers*. Surrey : City & Financial Publishing, 2004. 502 str.

34. Plavšak Nina et al.: Obligacijski zakonik (OZ) : (splošni del) : s komentarjem : 1. knjiga. Ljubljana : GV Založba, 2003. 1078 str.
35. Plavšak Nina et al.: Obligacijski zakonik (OZ) : (splošni del) : s komentarjem : 2. knjiga. Ljubljana : GV Založba, 2003a. 633 str.
36. Puharič Krešo: Povezovanje delničarjev pri odločanju in poslovanju delniške družbe. Podjetje in delo, Ljubljana, XXI (1995), 5-6, str. 621-628.
37. Ross Stephen A., Westerfield Randolph W., Jaffe Jeffrey F.: Corporate Finance. Boston : McGraw-Hill, 2004. 992 str.
38. Samec Nataša: Nova pravna ureditev prevzemov družb v Italiji s primerjalnopравnim prikazom. Podjetje in delo, Ljubljana, XXVI (2000), 2, str. 245-276.
39. Samec Nataša: Obramba družb pred prevzemom : preventivni in kurativni obrambni mehanizmi. Maribor : Studio Linea, 2001. 360 str.
40. Samec Nataša: Spremembe ZPre s primerjalnopравnega vidika. Pravna praksa, Ljubljana, 21 (2002), 32, str. 5-7.
41. Samec Nataša, Vindiš Jožica: Začasni zdrs 13. direktive. Pravna praksa, Ljubljana, 20 (2001), 24, str. 3-4.
42. Samec Nataša, Vindiš Jožica: Trinajsta direktiva o prevzemih. Pravna praksa, Ljubljana, 20 (2001a), 24, str. 5-9.
43. Scharf Charles A., Shea Edward E., Beck George C.: Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts and Takeovers: A Handbook With Forms. Englewood Cliffs : Prentice Hall, 1991, 560 str.
44. Senčur Darja: Varstvo manjšinskih delničarjev. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1998. 151 str.
45. Senčur Darja: Pojem in funkcije varstva manjšinskih delničarjev. Podjetje in delo, Ljubljana, XXIV (1998a), 2, str. 130-146.
46. Shapiro Alan C.: Modern Corporate Finance. New York : Macmillan USA, 1992, 1120 str.
47. Shleifer Andrei, Vishny Robert W.: Value Maximization and the Acquisition Process. Journal of Economic Perspectives, Nashville, 2 (1988), 1, str. 7-20.
48. Sovdat Petra, Toplak Simona: Novosti predloga zakona o prevzemih. Finance, Ljubljana, 23. marec 2006, 57, str 7.
49. Tajnikar Maks: Pripojitve, spojitve in prevzemi. Združitve in prevzemi gospodarskih družb, Ljubljana : Društvo ekonomistov Ljubljana, 2000, str. 7-25-38.
50. Tekavc Janez, Pučnik Janko: Prevzemi podjetij in varovanje konkurence. Tržič : Učila International, 2002. 212 str.
51. Walsh P. James, Seward K. James: On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms. Anglo-American Corporate Governance, London, II (2005), str. 55-106.

52. Zabel Bojan: Razmerje med večinskimi in manjšinskimi delničarji v delniški družbi. Podjetje in delo, Ljubljana, XXI (1995), 5-6, str. 613-620.
53. Zdolšek Stojan: Odgovornost za kršitve zakona o prevzemih. Podjetje in delo, Ljubljana, XXIX (2003), 6-7, str. 1416-1423.

9. VIRI

1. Consob. [URL: <http://www.consob.it>]. 30.01.2005.
2. Company Law Reform Bill [URL: <http://www.publications.parliament.uk/pa/ld200506/ldbills/034/2006034.pdf>]. 11.03.2006.
3. Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids (Official Journal of the European Union, No. L 142/12, 30.04.2004).
4. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Legislative Decree 58 of 24 February 1998). [URL: http://www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/fr_decree58_2004.htm]. 30.01.2005.
5. EUR-Lex. [URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/en/index.html>]. 31.01.2005.
6. EUROPARL. [URL: <http://wwwdb.europarl.eu.int/dors/oeil/en/default.htm>]. 31.01.2005.
7. Her Majesty's Stationery Office. [URL: <http://www.hmso.gov.uk/>]. 31.01.2005.
8. IUS SOFTWARE. [URL: <http://www.ius-software.si/>]. 31.01.2005.
9. Obligacijski zakonik (Uradni list RS, št. 83/2001, 32/2004).
10. Portal Evropske unije. [URL: http://europa.eu.int/index_sl.htm]. 31.01.2005.
11. Predlog zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1) – tretja obravnava. [URL: <http://www.dz-rs.si/index.php?id=101&vt=40&sm=k&q=zakon+o+gospodarskih&mandate=-1&unid=PZ|8975A9BB945A1B6AC1257133004DB678&showdoc=1>]. 18.03.2006.
12. Predlog zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o prevzemih (ZPre-A) (Poročevalec DZ, št. 76/2003).
13. Predlog zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o prevzemih (ZPre-A) – prva obravnava. [URL: <http://www.dz-rs.si/index.php?id=101&vt=40&sm=k&q=zakon+o+prevzemih&mandate=-1&unid=PZ|A13009F2E129A887C1257114002A1F7F&showdoc=1>]. 18.03.2006.
14. Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe. [URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/modern/consult/report_en.pdf]. 30.01.2005.

15. Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids. [URL: <http://www.jura.uni-duesseldorf.de/dozenten/noack/texte/sonstige/report.pdf>]. 02.02.2005.
16. Slovenija. Doma v Evropi. [URL: <http://evropa.gov.si/>]. 15.10.2005.
17. Sodišče Evropskih skupnosti. [URL: <http://curia.eu.int/en/index.htm>]. 31.01.2005.
18. Takeovers. [URL: <http://www.le.ac.uk/law/rmap1/takeovers.html>]. 30.01.2005.
19. The City Code on Takeovers and Mergers. [URL: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/code/code.pdf>], 29.01.2005.
20. The City Code on Takeovers and Mergers: An Introduction [URL: <http://www.freshfields.com/practice/corporate/publications/pdfs/12226.pdf>]. 28.08.2005.
21. The implementation of the Takeovers Directive [URL: <http://www.freshfields.com/publications/pdfs/2005/pcp2005-5.pdf>]. 08.02.2006.
22. The Treaty establishing the European community [URL: http://europa.eu.int/eur-lex/lex/en/treaties/dat/12002E/pdf/12002E_EN.pdf]. 11.03.2006.
23. The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares. [URL: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/code/code.pdf>]. 29.01.2005.
24. The United Kingdom Parliament. [URL: <http://www.parliament.uk/>]. 31.01.2005.
25. The Takeover Panel. [URL: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/>]. 29.01.2005.
26. UK implementation of the EU Takeover Directive. [URL: <http://www.freshfields.com/practice/corporate/publications/pdfs/10436.pdf>]. 08.02.2006.
27. Ustavno sodišče Republike Slovenije. [URL: <http://www.us-rs.si/>]. 31.01.2005.
28. Vrhovno sodišče Republike Slovenije. [URL: <http://www.sodisce.si/>]. 31.01.2005.
29. Vseslovensko združenje malih delničarjev. [URL: <http://www.mali-delnicarji.si/>]. 20.03.2006.
30. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/1993, 29/1994, 82/1994, 20/1998, 32/1998, 37/1998, 84/1998, 6/1999, 54/1999, 36/2000, 45/2001 (59/2001 - popr.), 50/2002 Skl.US: U-I-135/00-60, 93/2002 Odl.US: U-I-135/00-77, 57/2004, 124/2004 Odl.US: U-I-199/02-42, 139/2004).
31. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/1992, 7/1993, 31/1993, 43/1993 Skl.US: U-I-133/93-19, 32/1994 Odl.US: U-I-133/93-56, 43/1995 Odl.US: U-I-77/93, 1/1996, 30/1998, 72/1998 Odl.US: U-I-302/98, 101/1999 Odl.US: U-I-26/96).
32. Zakon o prevzemih (Uradni list RS, št. 47/1997, 56/1999).
33. Zakon o privatizaciji pravnih oseb v lasti Sklada Republike Slovenije za razvoj in obveznostih Agencije Republike Slovenije za prestrukturiranje in

- privatizacijo (Uradni list RS, št. 71/1994, 57/1995, 1/1996, 30/1998, 101/1999 Odl.US: U-I-26/96).
34. Zakon o ratifikaciji Pogodbe med Kraljevino Belgijo, Kraljevino Dansko, Zvezno republiko Nemčijo, Helensko republiko, Kraljevino Španijo, Francosko republiko, Irsko, Italijansko republiko, Velikim vojvodstvom Luksemburg, Kraljevino Nizozemsko, Republiko Avstrijo, Portugalsko republiko, Republiko Finsko, Kraljevino Švedsko, Združenim kraljestvom Velike Britanije in Severne Irske (državami članicami Evropske unije) in Češko republiko, Republiko Estonijo, Republiko Ciper, Republiko Latvijo, Republiko Litvo, Republiko Madžarsko, Republiko Malto, Republiko Poljsko, Republiko Slovenijo in Slovaško republiko o pristopu Češke republike, Republike Estonije, Republike Ciper, Republike Latvije, Republike Litve, Republike Madžarske, Republike Malte, Republike Poljske, Republike Slovenije in Slovaške republike k Evropski uniji s Sklepno listino (Uradni list RS, št. 12/2004, 29/2004, 81/2004).
 35. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/1999, 52/2002, 108/2003 Skl.US: U-I-74/03-8, 117/2003 Skl.US: U-I-220/03-4, 16/2004 Skl.US: U-I-249/03-13, 86/2004, 123/2004 Odl.US: U-I-220/03-20).
 36. Zakon o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe (Uradni list RS, št. 30/1998, 67/1998 Skl.US: UI 302/98, 72/1998 Odl.US: U-I-302/98, 12/1999, 16/1999 Skl.US: U-I-60/99, 50/1999, 6/2000 Skl.US: U-I-208/99, 12/2001 Odl.US: U-I-208/99-25, 79/2001, 80/2004).