

UNIVERZA V LJUBLJANI

EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

VODENJE PODJETIJ

IN

REFORME EVROPSKE PREVZEMNE ZAKONODAJE

Podpisani Mitja Brosch izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. Petra Groznika in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetni strani.

V Ljubljani _____

Podpis:

Kazalo vsebine

Uvod	1
1 Vodenje podjetij in nadzor	2
1.1 Zakaj je vodenje podjetij tako pomembno danes	3
1.1.1 Val svetovne privatizacije	3
1.1.2 Pokojninski skladi in aktivni investitorji	3
1.1.3 Združitve in prevzemi	4
1.1.4 Deregulacija in integracija kapitalnih trgov	4
1.1.5 Kriza leta 1998 v Rusiji, vzhodni Aziji in Braziliji	4
1.1.6 Škandali in stečaji večjih ameriških podjetij	5
1.2 Zakaj so potrebna pravila vodenja podjetij	5
2 Lastništvo in nadzor zahodno evropskih podjetij	6
2.1 Osnovni definiciji	6
2.2 Osnovne ugotovitve	7
2.3 Izvajanje nadzora	7
2.4 Izračun pravic do denarnih tokov in nadzornih pravic	7
2.5 Dva primera	8
Primer 1: Nordström Group (Švedska)	8
Primer 2: Unicem (Italija)	9
2.6 Vzorci lastništev	10
2.7 Razlike med lastništvom in nadzorom	12
2.8 Lastništvo in nadzor v slovenskih podjetjih	13
2.8.1 Stanje lastništev in nadzora po privatizaciji	14
2.8.2 Zaključne ugotovitve na temo lastništev in nadzora v slovenskih podjetjih	16
3 Vodenje podjetij: reforme evropske prevzemne zakonodaje	17
3.1 Pregled razvoja prevzemne zakonodaje v Evropi	17
3.2 Prevzemna direktiva (Direktiva 2004/25/ES)	18
3.3 Direktiva – normativna obrazložitev	19
3.3.1 Obrambni mehanizmi	19
3.3.1.1 Pravilo nevtralnosti (neutrality rule, člen 9)	20
3.3.1.2 Pravilo spregleda (breakthrough rule, člen 11)	20
3.3.1.3 Izbirna ureditev (optional regime, člen 12)	21
3.3.1.4 Reciprocitetna klavzula	21
3.3.2 Transparentnost poslovanja (Člen 10)	22
3.3.3 Zaščita manjšinskih delničarjev	23
3.3.3.1 Načelo enake obravnave - člen 3.1(a)	23
3.3.3.2 Pravilo obvezne ponudbe – Člen 5.1-3	24

3.3.3.3	<i>Načelo pravične cene – člen 5.4</i>	24
3.3.3.4	<i>Nadomestilo: gotovinska možnost</i>	24
3.3.4	<i>Pravica do izključitve in pravica do izstopa (squeeze-out, sell-out)</i>	25
3.3.5	<i>Zaščita delničarjev pred nepravilnimi odločitvami (undistorted choice)</i>	25
3.3.5.1	<i>Zadosten čas v odnosu na ponudbo – rok za sprejem (člen 7)</i>	25
3.3.5.2	<i>Informacije o ponudbah, razkritje informacij in obveznosti uprave ciljnega podjetja – členi 6, 8 in 9</i>	26
3.3.5.3	<i>Zaposleni</i>	26
3.3.6	<i>Harmonizacija trga nadzora podjetij: nadzorni organ in veljavni pravni red</i>	26
3.4	<i>Funkcije vodenja v povezavi s prevzemno zakonodajo</i>	27
3.4.1	<i>Sistem razpršenega lastništva</i>	27
3.4.2	<i>Sistem skoncentriranega lastništva</i>	28
3.4.3	<i>Dva glavna problema</i>	28
3.5	<i>Reforme prevzemne zakonodaje in vodenja podjetij – možne posledice</i>	28
3.5.1	<i>Reforme s težiščem na konfliktu interesov</i>	29
3.5.2	<i>Reforme s težiščem na zaščiti manjšinskih delničarjev</i>	29
3.5.3	<i>Reforme in njihovi vplivi na lastništvo in nadzor</i>	29
3.6	<i>Orodja prevzemne zakonodaje in njihov pomen</i>	30
3.6.1	<i>Pravilo obvezne ponudbe (mandatory bid)</i>	30
3.6.2	<i>Načelo enake obravnave (equal treatment)</i>	31
3.6.3	<i>Transparentnost lastništva in nadzora</i>	32
3.6.4	<i>Pravilo izključitve in izstopa (squeeze-out, sell-out)</i>	33
3.6.5	<i>Načelo ena-delnica-en-glas (one-share-one-vote)</i>	34
3.6.6	<i>Pravilo spregleda (break-through)</i>	35
3.6.7	<i>Nevtralnost uprav in proti-prevzemni ukrepi</i>	36
3.7	<i>Preporod prevzemov in pripojitev v svetu</i>	38
3.7.1	<i>Spodbujevalci M&A dejavnosti</i>	38
3.7.2	<i>Globalni trend</i>	38
3.7.3	<i>Pričakovanja v ZDA</i>	39
3.7.4	<i>Pričakovanja v Evropi</i>	39
4	Zaključek	40
	Literatura	45
	Viri	47
	Slovar	48

Priloge

<i>Slika 1: Privatizacijski prihodki po regijah</i>	1
<i>Tabela 1: Preračun lastniških in glasovalnih pravic kapitalne strukture podjetja Realia</i>	1
<i>Tabela 2: Finančno premoženje institucionalnih investorjev v OECD državah</i>	2
<i>Slika 2: Nordström Group (Švedska)</i>	3
<i>Slika 3: Giovanni Agnelli & S.p.A. (Italija)</i>	3
<i>Slika 4: Obseg razpršenega in koncentriranega lastništva po državah</i>	4
<i>Slika 5: Obseg koncentriranega lastništva po državah</i>	4
<i>Slika 6: Državno lastništvo podjetij pri 20 odstotnem pragu</i>	5
<i>Tabela 3: Zbirni prikaz končnega lastništva javnih podjetij</i>	5
<i>Tabela 4: Skupni lastniški deleži po skupinah investorjev v slovenskih podjetjih</i>	6
<i>Tabela 5: Število podjetij z dominantnimi lastniškimi skupinami ob koncu 1998 in 2002 v SLO</i>	6
<i>Tabela 6: Povprečni in srednji lastniški deleži prvega, drugega, tretjega in prvih petih največjih delničarjev (150 podjetij)</i>	6
<i>Tabela 7: Število podjetij (N) z določenimi investitorskimi skupinami kot največjimi delničarji in njihova povprečna velikost glasovalnih (lastniških) svežnjev</i>	7
<i>Tabela 8: Pregled izbirnih sistemov po državah članicah ES</i>	7
<i>Tabela 9: Reforme prevzemne zakonodaje in njihovi pričakovani vplivi na lastništvo in nadzor v okviru posameznih sistemov vodenja</i>	7
<i>Slika 7: Odstotek javnih podjetij z nadzorom večinskih delničarjev</i>	8
<i>Slika 8: Odstotek javnih podjetij z nadzorom manjšinskih delničarjev z največ 25% deležem</i>	8
<i>Tabela 10: Možne posledice reform prevzemne zakonodaje</i>	9
<i>Tabela 11: Globalni pregled aktivnosti M&A po dejavnostih glede na obseg in število realiziranih poslov</i>	10
<i>Slika 9: Globalni pregled aktivnosti M&A po dejavnostih v %</i>	10
<i>Slika 10: Globalni pregled mednarodne aktivnosti M&A glede na izvor podjetij</i>	10

UVOD

Obstajajo različne opredelitve sistemov vodenja podjetij, ki izhajajo predvsem iz zgodovinskih in razvojnih razlik med samimi državami, ki so povezane s kulturo, tradicionalnimi finančnimi pogoji, pravnimi okviri, političnim in institucionalnim okoljem. Danes se v glavnem razlikuje med zunanjim (tržnim ali anglo-ameriškim) in notranjim (veliki lastniki ali kontinentalno evropskim) sistemom vodenja (Franks in Mayer, 1995; Becht in Barca, 2001). V prvem sta lastništvo in nadzor razpršena, delniški trg je bolj likviden, generira višje zaslužke, zagotavlja večje možnosti diverzifikacije za investitorje in olajšuje financiranje poslovalne podjetnosti. S ciljem blaženja "problema kolektivne akcije" se delničarji zanašajo na prevzeme, zunanje menedžerje ter borbe za pravice zastopanja in pogosto težijo k realizaciji kratkoročnih ciljev, ki odvrčajo menedžerje od zasledovanja dolgoročnih rezultatov poslovanja podjetja. Sistem koncentriranega lastništva na drugi strani je sistem velikih delničarjev kot so družine, holding družbe, ne-finančna podjetja in banke. Ta sistem zagotavlja konkretnjši nadzor delničarjev nad menedžmentom in daljše delničarske časovne horizonte. Kapitalni trgi so bolj razredčeni kot v zunanjem sistemu, likvidnost delniških trgov je nizka, medtem, ko se nadzor velikih delničarjev pogosto konča v izčrpanju rent oz. tako imenovanih koristi od nadzora. Posledično imata oba sistema različne motivacijske strukture, nadalje različna ravnotežja med lastniško koncentracijo in likvidnostjo, nadzorom in menedžmentom in ne eden in drugi nista superiorna nad drugim (Bratton in McCahery, 2002). Ne glede na vse, je sistem koncentriranega lastništva razširjen po celotnem svetu in izgleda stabilnejši v času. Nadalje so privatizacija, tržni pogoji in institucionalno okolje večinoma neposredno vplivali na razvoj sistemov vodenja podjetij v centralni in vzhodni Evropi h koncentriranemu lastništvu in glasovalnim pravicam, imenovanem sistem velikih lastnikov.

Čeprav se razprava o tej temi generira na širokem spektru teoretičnega in empiričnega raziskovalnega dela, so zaključki zelo nejasni in nedoločni. Še vedno ni konsenza o tem, kateri sistem korporacijskega prava je boljši in katere stične pravne osnove, bi bilo treba pospeševati na globalni ravni. Številne teoretične študije dokazujejo, da zakonske in institucionalne stične točke iz obstoječe prakse vodenja podjetij v svetu mnogo obetajo, vendar študije so si nasprotne v načinu in smeri zbliževanja. Posebej se kažejo razlike v vprašanju, ali bo dominanten obstoječ anglo-ameriški sistem, ali bo prevladal novi združeni hibridni model.

Prevzemna zakonodaja ureja pomemben element vodenja podjetij. Ne samo, da spreminja zakonske omejitve z učinkom na nivo zaščite investitorjev, z razvijanjem kapitalnih trgov in trga za nadzor podjetij, temveč bo verjetno povzročila tudi spremembe v samem lastništvu in nadzoru. Tako naprimer, reforme prevzemne zakonodaje ustanavljajo pomemben koridor, preko katerega se bo sistem vodenja podjetij lahko razvijal.

Učinki različnih načinov delovanja prevzemne zakonodaje zavisijo od sistema vodenja družb, katerega del so. Vendar istočasno ima prevzemna zakonodaja pomemben vpliv na

učinkovitost sistema vodenja družb. Vsled tega mora zakonodajalec, ki želi z reformo prevzemne zakonodaje spremeniti obstoječe sisteme vodenja, leto izpeljati v širokem kontekstu reformskega preoblikovanja obstoječih sistemov vodenja kot celote. V zadnjih 10 letih je Evropska komisija poizkušala s svojimi ukrepi harmonizirati prevzemno zakonodajo s ciljem, da se ustvari primerno podlago za nastanek mednarodnega trga nadzora podjetij. Ti poizkusi so naleteli na močno nasprotovanje nacionalnih zakonodajalcev, ki so dokazovali, da bi enotna zakonodaja lahko negativno vplivala na njihove nacionalne sisteme vodenja podjetij. Posledično je bila prevzemna direktiva ES v letu 2004 prvo zavrnjena in šele na to z mnogimi izjemami sprejeta. Tako še do danes ni sprejeto soglasje o tem, kateri sistem vodenja družb je boljši in katere posamezne države članice bi morale spremeniti njihovo zakonodajo s ciljem, da se približajo nekemu enotnemu sistemu vodenja.

Tekst je razdeljen v tri poglavja. V prvem poglavju je podan kratek pregled pomena vodenja podjetij v svetu in vzroki, zakaj je vodenje podjetij tako pomembno danes. V drugem poglavju je prikazano stanje lastništev v podjetjih v trinajstih (starih) članicah Evropske skupnosti (ES) na prelomu tisočletja in stanje lastništev v Sloveniji. V tretjem poglavju se obravnava reforma evropske prevzemne zakonodaje, z možnimi trendi razvoja in vplivi na stanje lastništev. Kot dodatek temu poglavju je prikazan kratek statističen prikaz prevzemov v svetu (ZDA, Evropa, Azija) za obdobje 2004-05. Sledi zaključna ocena. Cilj diplome je predvsem povzeti glavne ugotovitve obstoječe literature na temo vodenja podjetij, povezane z evropsko reformo prevzemne zakonodaje, z možnimi napovedmi bodočega razvoja sistema vodenja tako v svetu kot v Evropi.

1 Vodenje podjetij in nadzor¹

Obstajata dva nasprotna sistema vodenja: sistem, ki temelji na tržnih zakonitostih (market-based system) in sistem, ki temelji na koncentriranem lastništvu (blockholder-based system). Prvi sistem, ki prevladuje v Združenem kraljestvu (ZK), Združenih državah Amerike (ZDA) in deželah Commonwealth-a temelji na zakonskih pravilih, ki so nastala predvsem na sodni praksi ter na učinkovitem zakonskem uveljavljanju pravic delničarjev. Sistem zaprtega večinskega lastništva kontinentalne Evrope se opira na uveljavljene zakonske predpise in predvsem poudarja varovanje delničarjev, kot so posojilodajalci in zaposleni. Oba sistema si nista nasprotna samo v osnovnih načelih njunih zakonskih osnov, temveč tudi v pojmovanju lastništva in nadzora. Za večino evropskih kontinentalnih podjetij je značilno, da je večina lastniških deležev oz. blizu večine v lasti enega ali nekaj investitorjev. Nasprotno je za anglo-ameriški sistem značilno razpršeno lastništvo. Razvoj ekonomske globalizacije je povzročil tudi razprave na temo, kateri sistem vodenja podjetij je boljši in o preprekah, ki preprečujejo razvoj enotnega sistema vodenja (McCahery idr. 2002).

¹ Za bolj podroben prikaz te teme glej Marco Becht, Patrick Bolton in Ailsa Röell: Corporate Governance and Control, 2002.

1.1 Zakaj je vodenje podjetij tako pomembno danes

Zakaj je postalo vodenje podjetij tako pomembna tema v preteklih dveh desetletjih oz. zakaj ni bilo tako pomembno pred tem? Glavni razlogi za ta premik v pomembnosti so v: (i) svetovnem valu privatizacije, (ii) reformi pokojninskih skladov in rasti zasebnih prihrankov, (iii) valu prevzemov v 80. letih, (iv) deregulaciji in integraciji kapitalnih trgov, (v) krizi v vzhodni Aziji leta 1998, ki je postavila v središče zanimanja vodenje podjetij na novih trgih, (vi) seriji škandalov in stečajev velikih korporacij v ZDA, ki so se odvijali v poznih 90. letih.

1.1.1 Val svetovne privatizacije

Privatizacija je bila pomemben pojav v latinski Ameriki, zahodni Evropi, Aziji in v bivšem sovjetskem bloku, vendar ne tudi v ZDA, kjer je bilo državno lastništvo v družbah vedno zelo majhno (*Slika 1 v prilogi*). V povprečju so od leta 1990 privatizacijski programi držav OECD ustvarili dohodek enak 2,7% skupnega GDP, v nekaterih primerih pa tudi več kot 27% GDP posamezne države. Privatizacijski val se je pričel v ZK in je v letu 1991 ustvaril privatizacijske dohodke za 58% držav OECD in 90% držav Evropske skupnosti. Od leta 1995 so Avstralija, Italija, Francija, Japonska in Španija same ustvarile 60% skupnih privatizacijskih dohodkov.

Slika 1: Privatizacijski prihodki po regijah 1977 – 1997

Neizogibno je privatizacijski val izpostavil vprašanje, kako se bodo nova privatizirana podjetja lastnila in nadzorovala. V nekaterih državah, posebej v ZK, so imeli obsežni privatizacijski programi za cilj oz. poizkus restavracije "delničarske demokracije". V drugih državah je bila večja skrb zagotoviti prenos nadzora na večje delničarje. Vprašanja glede izbire privatizacijske metode so ponovno vzbudila zanimanje za vprašanja vodenja podjetij. Predvsem nova pravila držav, kot je javno delničarstvo v privatiziranih podjetjih, pomenijo pomemben vir za sprejem sprememb v svetovni praksi vodenja podjetij. Na splošno je privatizacija povzročila sprejem pravil borznega poslovanja, na podlagi katerih je večina OECD držav prodaje izvedla preko javnih ponudb, kar pa je tudi usmerilo pozornost na zaščito malih delničarjev.

1.1.2 Pokojninski skladi in aktivni investitorji

Rast pokojninskih načrtov je usmerila naraščajoče prihranke gospodinjstev v vzajemne in pokojninske sklade ter ustvarila institucionalne investitorje, ki so postali dovolj veliki in močni, da lahko pomembno vplivajo na vodenje podjetij. Tabela 1 prikazuje, kako deleži finančnega premoženja v OECD državah, ki ga nadzorujejo institucionalni investitorji konstantno rastejo preko 90. let. Tabela tudi osvetljuje nesorazmerno velike institucionalne lastniške deleže v manjših državah z velikimi finančnimi centri, kot je Švica, Nizozemska in Luksemburg. Institucionalni investitorji v ZDA upravljajo z 51,5% skupnega premoženja OECD držav in 59,7% skupnih investicij v lastniški kapital (equity

investment) v OECD. Odstotka se povečata na 60,1% in 76,3%, ko dodamo še institucionalne investitorje iz ZK. Značilno razmerje je vidno pri pokojninskih skladih, v ZDA predstavljajo skladi 35,1% in v ZK 40,1% skupnega finančnega premoženja. Ti skladi igrajo zelo aktivno vlogo v globalnem vodenju podjetij.

Tabela 2: Finančno premoženje institucionalnih investitorjev v OECD državah (v prilogi)

Japonski institucionalni investitorji upravljajo s 13,7% skupnega investicijskega premoženja v OECD, toda samo z 8,3% skupnega lastniškega kapitala. Ti investitorji postajajo bolj zahtevni in predstavljajo eno od sil, ki hitro spreminjajo japonski sistem vodenja podjetij. Odstotek GDP, ki ga držijo italijanski in nemški investitorji je sorazmerno majhen (39,9% in 49,9% v letu 1996) in je zelo izpod povprečja OECD (83,8%). Prihajajoče reforme pokojninskih sistemov v obeh državah in spreminjanje okvirov varčevanja, bodo verjetno spremenile to sliko že v bližnji prihodnosti.

1.1.3 Združitve in prevzemi

Val sovražnih prevzemov v ZDA v 80. letih in v 90. v Evropi, skupaj z zadnjim združitvenim valom, je tudi polnil javne razprave na temo vodenja podjetij. Uspešen sovražen čezmejni prevzem leta 2000, v katerem je Vodafone prevzel Mannesmann, v vrednosti 199 milijard dolarjev, je bil največji prevzem, ki se je do tedaj zgodil v Evropi. Sovražni prevzemi v Italiji (Olivetti → Telecom Italia; Generali → INA) in v Franciji (BNP → Paribas; Elf Aquitaine → Total Fina), so spektakularno pretresli uspavani svet podjetništva v kontinentalni Evropi. Ob tem je razumljivo, da so ti visoko profilirani primeri prevzemov obenem pomenili vzvod, za postavitev prevzemne zakonodaje v sam vrh obravnavanih tem v Evropski skupnosti.

1.1.4 Deregulacija in integracija kapitalnih trgov

Pravila o vodenju podjetij so se deloma pričela postavljati tudi kot način varovanja in pospeševanja tujih investicij v vzhodni Evropi, Aziji in na drugih novih trgih. Obsežna integracija svetovnih kapitalnih trgov (posebno v Evropski skupnosti, ki je sledila uvedbi Evra) in rast lastniškega kapitala v 90. letih, so bili pomembni dejavniki v ponovnem oživljanju zanimanja za vprašanja vodenja podjetij. Vedno bolj hitra rast podjetij v Evropi je povzročila hitro rast kapitala iz različnih virov (kotiranje na več borzah - cross listing). V samem procesu, ki se je odvijal na glavnih svetovnih borzah, so morala evropska podjetja tekmovati z ameriški in britanskimi pokojninskimi skladi. To je neizbežno prispevalo k odpiranju novih vprašanj vodenja podjetij tako enega kot drugega sistema.

1.1.5 Kriza leta 1998 v Rusiji, vzhodni Aziji in Braziliji

Kriza v vzhodni Aziji je osvetlila šibko zaščito investitorjev na nastajajočih novih trgih in tako postavila v središče zanimanja slabo prakso vodenja podjetij na teh trgih. Krize so tudi vodile k ponovni oceni azijskega modela industrijske organiziranosti in financiranja, ki je zgrajen na visoko centraliziranih in hierarhično postavljenih industrijskih

skupinah, ki jih nadzoruje menedžment in večji investitorji. Krize so povzročile ponovno preveritev masovnih insajderskih privatizacij ter spremljajočo slabo zaščito malih investorjev v Rusiji in drugih tranzicijskih ekonomijah.

Krize so privedle do zaključka, da makro-menedžment ni dovolj za preprečitev kriz, ki so okužile globalno ekonomijo povezovanja. Tako ni slučajnost, da so reforme vodenja podjetij v Rusiji, Aziji in Braziliji postale vrhunska prioriteta za OECD, Svetovno banko, Mednarodni monetarni fond in dejavnike institucionalnih investorjev.

1.1.6 Škandali in stečaji večjih ameriških podjetij

Nedavno se je v ZDA odvila serija škandalov in stečajev večjih podjetij. Trg je pri razkrivanju nepravilnosti v vodenju podjetij igral manj pomembno vlogo. Stečaji so razkrili: skrita posojila nadzornim družinam (Adelphia), kombinirana z domnevnim samododeljevanjem posojil izvršnim direktorjem in drugim zaposlenim v podjetjih (Computer Associates, Dynegy, Enron, Global Crossing, Qwest, Tyco), namerno zavajanje investorjev (Kmart, Lucent Technologies, WorldCom), insajdersko trgovanje (ImClone Systems) in goljufije (Rite Aid).

Mnogi od teh primerov se zadevajo računovodskih nepravilnosti, ki so podjetjem omogočila neizmerna pretiravanja v prikazovanju njihovih dobičkov. Takšni škandali običajno pridejo na dan v času ekonomske recesije (John Kenneth Galbraith je opozoril: recesija ujame tisto, kar nadzorniki spregledajo).

1.2 Zakaj so potrebna pravila vodenja podjetij

Pravila vodenja podjetij so potrebna zaradi dveh glavnih razlogov: prvič, za premostitev problema kolektivnega delovanja, ki izhaja iz razpršitve med delničarji in drugič, za zagotovitev, da so zastopani interesi vseh relevantnih udeležencev. Obstaja pet glavnih načinov za blažitev problemov skupnega delovanja delničarjev:

- 1) *volitve direktorjev v upravni odbor*, kot organ za zastopanje interesov delničarjev;
- 2) ko nastane potreba *prevzem* ali *borba za pravice zastopanja* (proxy fight), ki jih prične prevzemnik podjetja (corporate raider), ki začasno koncentrira glasovalne pravice (in lastništvo) v svojih rokah, s ciljem razrešitve krize, sprejetja pomembnih organizacijskih odločitev in odstranitve neuspešnih direktorjev;
- 3) aktiven in neprekinjen *nadzor večjih delničarjev*, kot so večji investitorji in finančni posredniki (npr. banke, holding podjetja in pokojninski skladi);
- 4) poravnava *interesov uprave z interesi investorjev* preko plačnih pogodb za izvršne direktorje;
- 5) natančno *definiranje pooblastil in odgovornosti uprave* in s tem zmanjšanje nevarnosti sporov, ki lahko blokirajo odločitve v podjetju in škodujejo interesom investorjev.

Možna težava prvih treh vidikov je star problem, "kdo nadzira nadzornika" in obstoj tveganja skritega dogovora med menedžmentom in delegiranim nadzornikom. V kolikor razpršeni delničarji nimajo spodbud oz. volje, da nadzirajo menedžment in aktivno zastopajo svoje interese v upravi podjetja, zakaj bi potem morali imeti direktorji, ki so običajno tudi lastniki enako majhnih lastniških deležev v podjetju, boljše spodbude za nadzor menedžmenta? Končno, lahko se tudi pokaže, da prevzemnik podjetja, ki neposredno koncentrira lastništvo v svojih rokah, ni podvržen temu problemu delegiranega nadzora. Dokler prevzemniki financirajo prevzem iz lastnih sredstev, je to še sprejemljivo. Vendar je praksa pokazala, da se podjetja, ki so bila prevzeta preko sovražne ponudbe, po končanem prevzemu znatno zadolžijo preko finančnega vzvoda. Tako prevzemnik mogoče zmanjša problem skupnega delovanja delničarjev, vendar za ceno znatnega povečanja pričakovanih stroškov financiranja prevzema.

2 Lastništvo in nadzor zahodno evropskih podjetij²

V tem poglavju se analizira lastništvo in nadzor nad podjetji v zahodni Evropi. Vzorec raziskave, ki sta jo izvedla Faccio in Lang (2002), obsega 5.232 podjetij iz 13 starih članic ES. Raziskava je imela za cilj odgovoriti na dva vprašanja: prvič, kakšna je struktura t.i. končnega lastništva podjetij (ultimate ownership) v zahodni Evropi in drugič, kateri so načini, s katerimi lastniki pridobijo pravice nadzora, ki presegajo lastniške pravice. Lastništvo in nadzor tako ugotavljata s pravicami do denarnih tokov (cash-flow rights) in glasovalnimi pravicami (voting rights).³

2.1 Osnovni definiciji

Končni lastnik (*ultimate owner*) je definiran kot tisti nadzorni lastnik, ki nadzira absolutno večino, to je preko 50% glasovalnih pravic, ali ima v posesti dovolj glasovalnih pravic, da ima *de facto* nadzor⁴ in uporablja mehanizme, da zavaruje te nadzorne pravice (Faccio in Lang, 2002).

² Za bolj podroben prikaz te teme glej Mara Faccio in Larry H.P. Lang, *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, 2002.

³ V predhodnjih študijah lastništva in nadzora večjih delničarjev so La Porta, Lopez in Shleifer (1999) odkrili nadzorne verige (control chains) na vzorčnih primerih 30 podjetij, obdelovanih v vsaki od zajetih 27 držav. Tako so zadokumentirali ugotovitve, kako nadzorni lastniki pridobivajo nadzorne pravice s prekoračevanjem njihovih lastniških pravic, na podlagi odklonov od pravila ena-delnica-en-glas, s piramidenjem (pyramiding) in z navskrižnimi lastništvom (cross-holding). Claessens, Djankov in Lang (2000) so izvedli podobno delo za približno 2.980 podjetij, ki so bila uvrščena na borzne kotacije v 9 azijskih državah. Odkrili so pomembna neskladja med lastništvom in nadzorom, ki omogoča majhnemu številu povezanih lastnikov (families), da nadzirajo podjetja z izkazovanjem večjih odstotnih deležev borzne vrednosti podjetja (stock market capitalization).

⁴ Za ilustracijo, kaj je pomen uvedbe te definicije, si oglejmo primer končne nadzorne strukture italijanske družbe Montedison. To podjetje ima dva delničarja z deleži večjimi od 2%: podjetje Compart z 33,45% deležem in Mediobanca z 3,77% deležem. Compart je po italijanski zadevni zakonodaji tako prepoznan kot končni lastnik Montedisona. Vendar, ugotovljeno je bilo, da ima Compart tri delničarje z deleži nad 10%: podjetje Credito Italiano (11,1%) Cassa di Risparmio di Roma (10,14%) in Mediobanca (15,26%). Glede na definicijo končnega lastnika je Compart končni nadzorni delničar Montedisona pri 20% pragu. Vendar pri

V povezavi s predhodnimi študijami je v tej študiji vzeto, da 20% glasovalnih pravic zadostuje za zagotavljanje nadzora. V kolikor noben delničar ne preseže tega praga se smatra, da je obravnavano podjetje nadzirano z razpršenim lastništvom.

2.2 Osnovne ugotovitve

Zahodno-evropska podjetja so najbolj običajno nadzirana preko koncentriranega lastništva majhnega števila oseb (44,29%) in razpršenega lastništva (36,93%). Podjetja z razpršenim lastništvom so predvsem zastopana v ZK in v Irski, medtem ko je izvajanje nadzora preko manjšega števila velikih lastnikov veliko bolj zastopano v kontinentalni Evropi. Poleg tega je značilno, da struktura razpršenega lastništva prevladuje predvsem v večjih podjetjih in v finančnih družbah, medtem ko struktura z majhnim številom koncentriranih lastnikov prevladuje predvsem v nefinančnih družbah in manjših podjetjih. V nekaterih državah kontinentalne Evrope država kot lastnica še vedno nadzira pomemben delež posebno večjih podjetij. Podjetja z razpršenim lastništvom nadzirajo manjše število podjetij.

2.3 Izvajanje nadzora

Pri izvajanju nadzora se uporabljajo delnice z večkratno glasovalno pravico, piramidne strukture, lastništva (holdings) z večkratnimi nadzornimi členi in križna lastništva. To so orodja, ki dajejo nadzornim delničarjem pravice za izplačilo njihovih pravic do dobičkov iz denarnih tokov. Delnice razreda A/B (dual-class) se uporabljajo samo v nekaj podjetjih v Belgiji, Portugalski in Španiji, vendar so močno zastopane na Švedskem (66,07%), Švici (51,17%) in Italiji (41,35%). Piramide in holdingi z večkratnimi nadzornimi členi so nekaj manj zastopani v podjetjih, ki kotirajo na borzah. Piramide so zastopane z 19,13%, navskrižna lastništva z samo 5,5%. Veliko bolj so te oblike izvajanja nadzora pomembne za podjetja, ki jih nadzira država in finančna podjetja z razpršenim lastništvom. Posebej izstopa podatek, da ima kar 53,99% evropskih podjetij samo enega nadzornega lastnika. Več kot ena tretjina podjetij s koncentriranim lastništvom ima glavnega direktorja postavljenega iz ozkega kroga nadzornih lastnikov. V celoti so bila ugotovljena znatna protislovja med lastništvom in nadzorom v Belgiji, Italiji, Norveški, Švedski in Švici in nekaj manj v drugih državah Evrope.

2.4 Izračun pravic do denarnih tokov in nadzornih pravic

Lastniški delež v podjetju se meri s pravicami do udeležbe v likvidnih denarnih tokovih (cash flow rights) in nadzornimi pravicami (control rights). Lastniške in nadzorne pravice se lahko razlikujejo, ker podjetje lahko emitira različne razrede delnic, ki zagotavljajo različne glasovalne pravice s pripadajočimi pravicami udeležbe v likvidnih denarnih tokovih.

10% pragu je Mediobanca največji končni lastnik Montedisona, s $15,26\% + 3,77\% = 19,03\%$ nadzornim deležem.

Za podjetje Y lahko rečemo, da je nadzirano preko "piramidenja", v kolikor ima končnega delničarja, ki posredno nadzira podjetje Y preko drugega podjetja, ki ni izključno pod njegovim nadzorom. Naprimer, če ima končni delničar v lasti 15% podjetja X, ki ima v lasti 20% podjetja Y, potem je podjetje Y nadzirano preko piramide pri 10% pragu. Vendar, pri 20% pragu je podjetje Y direktno nadzirano od podjetja X (ki ima razpršene lastnike s pragom 20%), brez kakršnekoli piramidne lastniške strukture. V kolikor podjetje X poseduje 100% lastniški delež podjetja Y, potem tudi ni piramidne strukture. Piramidenje vsebuje neskladnost med končnim lastniškim deležem in nadzornimi pravicami. V zgornjem primeru končni lastnik pridobi 3% pravic na likvidnih sredstvih podjetja Y – zmnožek njegovih lastniških deležev vzdolž nadzorne verige – toda njegove nadzorne pravice se merijo z najšibkejšim členom v njegovi nadzorni verigi in to je 15%. Za podjetje Y velja, da je nadzirano preko "večkratnih nadzornih verig" (multiple control chain), če ima končnega lastnika, ki ga nadzira preko več nadzornih členov in vsak člen ima najmanj 5% glasovalnih pravic. V kolikor v prejšnjem primeru predpostavimo, da ima končni lastnik tudi v neposredni lasti 7% podjetja Y, ima potem 10% pravic na likvidne denarne tokove podjetja Y ($0,15 \times 0,20 + 0,07$) in 22% nadzornih pravic $\{\min(0,15; 0,20) + 0,07\}$.

Claessens (2000) je postavil definicijo, da so lastništva (holdingi) povezana preko večkratnih nadzornih verig v bistvu navzkrižna lastništva (cross-holding). Podjetje Y je nadzirano s križnim-holdingom pri 20% pragu, če podjetje X poseduje delež v podjetju Y v višini najmanj 20% in če podjetje Y poseduje delež v podjetju X v velikosti najmanj 20%, ali če podjetje Y direktno poseduje najmanj 20% svojih lastnih delnic.

2.5 Dva primera

Primer 1: Nordström Group (Švedska)

Slika 2: Organigram družbe Nordström Group (v prilogi)

Tabela 1: Preračun lastniških in glasovalnih pravic kapitalne strukture podjetja Realia (v prilogi)

Slika 2 prikazuje: podjetja, ki jih nadzira družba Nordström iz Švedske, delnice dvojnega razreda (dual-class, delnice razreda A/B) in piramidenje v Nordström skupini. Prikazani so vsa lastništva z nadzornimi deleži z najmanj 5% družbinih delnic. Postopek uporabljen za izračun neposrednega lastništva in nadzornih pravic, je prikazan v *Tabeli 2*. Lastniški deleži so označeni z "O" in glasovalne pravice s "C". Neposredni lastniški deleži in glasovalne pravice so prikazane vzdolž vsake povezovalne puščice, medtem ko je posledični delež končnega lastništva in nadzorni delež za podjetje Realia (primer piramidenja preko dveh verig) s strani Nordström skupine, prikazan v okvirju tega podjetja.

Vsa prikazana podjetja imajo delnice dvojnega razreda: A – delnice nosijo en glas, medtem ko B – delnice nosijo eno-desetino glasovalne pravice. Podjetje Realia ima tako delnice dveh razredov: 2,641 milijonov A - delnic in 42,922 milijonov B – delnic. A in B delnice imajo isto imensko vrednost (face value), tako je celoten delniški kapital (stock capital) enak 45,563 milijonov delnic. A – delnice tvorijo 5,8% delniškega kapitala ($= 2.641 \text{ mio} / 45,563 \text{ mio}$) in B – delnice tvorijo 94,2% delniškega kapitala. A – delnice nosijo 2,641 milijonov glasov, kar pomeni 38,09% glasov $\{= 2,641 \text{ mio} / (2,641 + 4,292 \text{ mio})\}$ medtem, ko B – delnice nosijo 4,292 milijonov glasov ($= 1/10$ od 42,922 mio), kar pomeni 61.91% vseh glasov.

Podjetje Realia ima tri direktne delničarje - Columna Fastigheter, Lingfield Investment in družino Eriksson:

- ⇒ Podjetje Columna ima v lasti 1,933 milijona A – delnic in 14,007 milijona B – delnic podjetja Realia. Tako ima 35% pravic na likvidne denarne tokove $\{= (1,933 \text{ mio} + 14,007 \text{ mio}) / 45,563 \text{ mio}\}$ in 48,1% nadzornih pravic $\{= (1,933 \text{ mio} + 1,401 \text{ mio}) / (2,641 \text{ mio} + 4,292 \text{ mio})\}$.
- ⇒ Podjetje Lingfield Investments, drugi največji delničar Realie, nima A – delnic ter ima samo 6,259 milijonov B – delnic, ki predstavljajo 13,7% pravic na denarne tokove ($= 6,259 \text{ mio} / 45,563 \text{ mio}$) in 9% nadzornih pravic $\{= 0,6259 / (2,641 \text{ mio} + 4,292 \text{ mio})\}$.
- ⇒ Skupina Eriksson poseduje 0,591 milijona A – delnic in 0,101 milijona B – delnic, kar predstavlja 1,5% lastniških pravic $\{= (0,591 \text{ mio} + 0,101 \text{ mio}) / 45,563 \text{ mio}\}$ in 8,7% nadzornih pravic $\{= (0,591 \text{ mio} + 0,0101 \text{ mio}) / (2,641 \text{ mio} + 4,292 \text{ mio})\}$.

Družba Nordström ima tako preko podjetja Columna Fastigheter, pri 20% pragu, sama izključni nadzor nad podjetjem Realia. Vendar, pri 10% pragu, dobi Realia še drugega velikega delničarja podjetje Blockfield Properties.

Tako v nadzorni strukturi podjetja Realia obstojita dve piramidni verigi: Nordström ⇒ Columna ⇒ Realia in Blockfield ⇒ Columna ⇒ Realia.

Primer 2: Unicem (Italija)

Slika 3: Organigram družbe Giovanni Agnelli & C. - Unicem S.p.A. (v prilogi)

Slika 3 predstavlja glavne delničarje podjetja Unicem, kompleksen primer piramidenja, lastništev preko večkratnih nadzornih verig in uporabo delnic razreda A/B znotraj Agnelli skupine. Prikazani so vsi nadzorni deleži velikosti najmanj 5%. Družba ima enega samega končnega lastnika – družino Agnelli, ki ima nadzorni delež 47,64% glasovalnih pravic in ima v lasti 9,04% pravic na denarne tokove v podjetju Unicem. Polne linije označujejo piramidenje, črtkane linije prikazujejo lastništvo delnic skozi t.i. večkratne nadzorne verige. Lastniški deleži so označeni z "O" in glasovalni deleži oz. pravice s "C". Neposredni lastniški in nadzorni deleži so prikazani vzdolž vsake puščice, medtem ko so deleži končnega lastništva in nadzorni deleži družbe Agnelli prikazani v okvirju vsakega nadziranega podjetja.

Metodologija predstavljena v *Sliki 3* je uporabljena za izračun pravic do denarnih tokov (O) in nadzornih pravic (C), s preračunom delnic A in B razreda (dual-class). Podjetje Unicem direktno nadzorujeta dva glavna delničarja: IFI in IFIL. IFI direktno nadzira IFIL z neposrednim deležem ($O = 7,97\%$; $C = 14,6\%$) ter s posrednim deležem preko podjetja Carfin ($O = 20,55\%$; $C = 37,64\%$). Carfin je ne-finančno podjetje, ki ni uvrščeno na borzno poslovanje in je v 100% lasti podjetja IFI. Ker je Carfin pod popolnim nadzorom podjetja IFI, lahko smatramo, da predstavljajo deleži tega podjetja v IFIL neposredno lastništvo, preje kot pa, da gre za piramido, čeprav govorimo o lastništvu preko večkratnih nadzornih verig. IFI je nadzorovan preko enega glavnega delničarja, Giovanni Agnelli & C S.p.A. Tako krovna družba Agnelli izvaja nadzor nad podjetjem Unicem preko:

- ⇒ piramidenja: $IFI \Rightarrow Carfin \Rightarrow IFIL \Rightarrow Unicem$,
- ⇒ delnic brez glasovalne pravice (znotraj IFI, IFIL in Unicem) in
- ⇒ dveh holdingov z dvojno nadzorno verigo ($IFI \Rightarrow IFIL$ in $IFI \Rightarrow Unicem$, črtkane linije v *Sliki 3*).

Do izračuna *končnega lastništva* grupe Agnelli nad podjetjem Unicem pridemo z množenjem njegovih lastniških deležev vzdolž piramidne verige $Agnelli \Rightarrow IFI \Rightarrow Carfin \Rightarrow IFIL \Rightarrow Unicem$: $100\% \times 41,23\% \times 100\% \times 20,55\% \times 8,76\% = 0,7422\%$. Nato dodamo deleže od dveh nadzornih verig (črtkane črte). Prvo verigo predstavlja povezava $IFI \Rightarrow IFIL$, ki daje družbi Agnelli delež: $100\% \times 41,23\% \times 7,97\% \times 8,76\% = 0,2878\%$. Drugo verigo predstavlja povezava $IFI \Rightarrow Unicem$, ki daje družbi Agnelli delež: $100\% \times 41,32\% \times 19,42\% = 8,0069\%$.

Celoten lastniški delež družbe Agnelli v podjetju Unicem je vsota vseh teh treh deležev: $0,7422\% + 0,2878\% + 8,0069\% = 9,0369\%$.

Končni nadzorni delež krovne družbe Agnelli je vsota najšibkejših členov vzdolž vsake nadzorne verige. Najšibkejši člen v piramidni verigi je: $\min(100\%; 82,45\%; 100\%; 37,64\%; 14,81\%) = 14,81\%$. V nadzorni verigi $IFI \Rightarrow IFIL$ je: $\min(100\%; 82,45\%; 14,16\%; 0\%) = 0\%$. Tukaj je potrebno opozoriti, da IFIL nadzira 14,81% Unicem, ta delež je bil že upoštevan pri izračunu piramidne verige, tako se vzame za to relacijo 0 odstotkov. V nadzorni verigi $IFI \Rightarrow Unicem$ je najšibkejši člen: $\min(100\%; 82,45\%; 32,83\%) = 32,83\%$. Tako je **končni nadzorni delež** družbe Agnelli v podjetju Unicem enak vsoti teh najšibkejših členov: $14,81\% + 0\% + 32,83\% = 47,64\%$. Tako je razmerje med pravico do udeležbe v denarnem toku in glasovalnimi pravicami: $0,1897 = (9,04\% / 47,64\%)$.

2.6 Vzorci lastništev

Slika 4: Obseg razpršenega in koncentriranega lastništva po državah (v prilogi)

Slika 4 prikazuje zastopanost razpršenega in koncentriranega lastništva v vzorcu 5.232 podjetij iz 13 zahodno-evropskih držav pri 20% pragu. V vseh državah sta najbolj pomembni kategoriji razpršeno lastništvo in koncentrirano lastništvo. 36,9% podjetij v

vzorcu, ki ga predstavlja *Tabela 3* ima razpršeno lastništvo in 44.29% podjetij nadzirajo ozko povezane skupine velikih lastnikov. Vendar obenem obstaja očitna razlika med lastniškimi vzorci v kontinentalni Evropi ter v ZK in Irski. Podjetja z razpršenim lastništvom v ZK predstavljajo 63,08% vseh podjetij, v Irski pa 62,32%. V kontinentalni Evropi imajo najvišji odstotek podjetij z razpršenim lastništvom v Skandinaviji, vendar je precej nižji (Švedska 39,18%, Norveška 36,77%, Finska 28,68%). Najnižji odstotek podjetij z razpršenim lastništvom je v Nemčiji 10,37%, Avstriji 11,11% in Italiji 12,98%. Slika podjetij s koncentriranim lastništvom je obratna. Najnižji odstotek takih podjetij je v ZK 23,68% in v Irski 24,63%. V kontinentalni Evropi je najnižji odstotek na Norveškem 38,55%, Švedskem 46,94% in Finski 48,84%. V vseh ostalih državah zahodne Evrope so podjetja s koncentriranim lastništvom v večini.

Slika 5: Obseg koncentriranega lastništva po državah (v prilogi)

Slika 5 prikazuje zgradbo končnega lastništva podjetij prikazanega skupaj za posamezno državo (v *Sliki 4* temneje obarvane linije). Po definiciji (Faccio in Lang, 2002) se končno lastništvo izvaja preko dveh organizacijskih struktur. Prvo predstavlja ali ena oseba, ali majhno število ozko povezanih oseb (sorodstveno, interesno, poslovno) in drugo zastopajo nejavna podjetja oz. družbe, ki niso uvrščene na borzo. Tudi za nejavna podjetja, preko katerih se izvaja lastništvo, je značilno, da so vodena od ene ali manjšega števila ozko povezanih oseb. Posebna značilnost teh podjetij je tudi ta, da vlogo glavnega direktorja izvaja neposredno sam lastnik, v kolikor gre za eno osebo, ali eden od lastnikov, v kolikor jih je več. Zaradi skupne značilnosti obeh organizacijskih struktur končnega lastništva, da gre pri obeh ali za enega lastnika, ali manjšo ozko povezano skupino oseb, se v literaturi uporablja za označitev obeh skupin skupno ime družina (family). V *Sliki 5* sta ti dve skupini ločeno prikazani na podlagi analize vzorca 5.232 podjetij v zahodni Evropi.

Iz *Slike 5* je razvidno, da ima izredno prevladujočo strukturo družin Italija, kjer je zastopanost le-teh 39,50% in nejavnih podjetij 20,11% in je edina država, v kateri prevladujejo takorekoč prave družine (pri vseh ostalih državah se razmerje prevesi v korist nejavnih podjetij). Sledita ji Nemčija s 27,03% družin proti 37,59% nejavnih podjetij in Francija s 26,11% družin in 38,71% nejavnih podjetij. Nato polagoma to razmerje preko Švedske, Švice in Finske strmo pade v korist nejavnih podjetij, kot je to primer pri Portugalski s 5,17% družin in 55,17% nejavnih podjetij. Vzrok za takšna razmerja med družinami in nejavnimi podjetji v lastništvu je verjetno v zgodovinskem razvoju posameznih držav, od katerih so še danes nekatere pretežno agrarno orientirane in v teh prevladujejo manjše kapitalno močne elite in države, ki so z industrijsko revolucijo sproducirale množico kapitalno močnih elit, ki so nadgradile obstoječe agrarne elite.

Slika 6: Državno lastništvo podjetij pri 20 odstotnem pragu (v prilogi)

Slika 6 prikazuje državno lastništvo podjetij pri 20% pragu. ZK in Irska kot državi z razpršenim sistemom lastništva podjetij, izstopata kot državi iz nasprotnega konca "sveta",

z izredno nizkima odstotkoma državne udeležbe (ZK 0,08%, Irska 1,45%). V kontinentalni Evropi po državni udeležbi v lastništvu podjetij zavzema prvo mesto Finska s 15,76%, nato ji sledi Avstrija s 15,32%, Norveška s 13,09% in Italija s 10,34%.

Kot poseben vidik se v sklopu končnega lastništva obravnava lastništvo finančnih podjetij oz. institucij, ki imajo v svoji lastniški strukturi razpršeno lastništvo pri nadzornem pragu (widely-held financial institutions) in za izvajanje svojega nadzora uporabljajo metode končnega lastništva. V celoti je v Evropi 9,03% podjetij, ki jih nadzirajo finančne institucije, izstopata odstotka v Belgiji (12,69%) in v Italiji (12,26%), kot najvišja zastopanost finančnih institucij v lastništvu podjetij in Finska, kot država z najmanjšo udeležbo finančnih institucij v nadzoru podjetij (0,65%). Kot peti vidik nadzora podjetij z obeležji končnega lastništva se zajema tudi lastništvo podjetij, ki imajo v svoji strukturi razpršene lastnike pri nadzornem pragu, vendar je njihova zastopanost preko celotne zahodne Evrope sorazmerno nepomembna, povprečen odstotek njihove zastopanosti ne preseže 1,68%. Ravno tako je marginalen podatek o zastopanosti preje obrazloženega navzkrižnega lastništva (cross-holdings), pri katerem izstopajo Norveška (2,27%), Nemčija (2,62%) in Avstrija (1,01%), v večini ostalih držav te oblike končnega lastništva niso bile odkrite (Belgija, Finska, Francija, Irska, Portugalska in ZK), ali pa je odstotek zastopanosti manjši od enega odstotka. Vendar to ne pomeni, da bi se smelo podcenjevati na videz, obroben obstoj navskrižnega oz. prepletenega lastništva, kot oblike, ki se lahko, kaj hitro razvije.

Tabela 3: Zbirni prikaz končnega lastništva javnih podjetij (v prilogi)

2.7 Razlike med lastništvom in nadzorom

Piramide, lastniški deleži preko večkratnih nadzornih verig, navskrižna lastništva in odstopanja od pravila ena-delnica-en-glas, vse skupaj ustvarja razliko med lastniškim deležem in nadzornimi pravicami. Vzorec 4.806 javnih podjetij je pokazal, da imajo v povprečju največji končni nadzorni delničarji v posesti 34,64% pravic na denarne tokove in 38,48% pravic glasovanja. Ti povprečni srednji vrednosti sta bili preračunani preko podjetij, v katerih ima najmanj en lastnik lastniški delež velik najmanj 5% nadzornih pravic. Največji končni lastniki, ki si v povprečju porazdelijo največje pravice na denarne tokove, so v Nemčiji (48,54%), Avstriji (47,16%) in Franciji (46,68%) in z najmanjšimi pravicami na denarne tokove v Irski (18,82%) in ZK (22,94%), sledijo jim z nekaj višjimi odstotki skandinavske države, Norveška (24,39%), Švedska (25,15%) in Finska (32,98%). Največji lastniki v povprečju pridobijo najvišje odstotne deleže glasovalnih pravic v Nemčiji (54,50%) in Avstriji (53,52%) ter najnižje v Irski (21,55%) in ZK (25,13%), katerim ponovno sledijo skandinavske države z nekoliko višjimi povprečji, Švedska (30,96%), Norveška (31,47%) in Finska (37,43%).

2.8 Lastništvo in nadzor v slovenskih podjetjih

Slovenska privatizacija je uvedla dve glavni skupini lastnikov: notranje lastnike (zaposlene, bivše zaposlene in njihove sorodnike) in zunanje lastnike (predvsem privatizirane investicijske sklade in državno nadzirane sklade). Znotraj državnih skupin je koncentracija lastništva v rokah enega delničarja zelo nizka v primerjavi z drugimi kontinentalnimi in vzhodnoevropskimi državami (Berglöf in Pajutse, 2002). Razpršeno lastništvo je posebej zastopano v primerih večjih slovenskih podjetij, ki so uvrščena v kotacije na ljubljanski borzi.⁵ Z izjemo teh podjetij, je po izvedeni privatizaciji, za lastništvo slovenskih podjetij značilna rastoča koncentracija lastništva. Naprimer, velikost največjih lastniških deležev v vzorcu 550 podjetij iz Registra delničarjev oz. Centralne klirinške depotne družbe-KDD je v povprečju narasla za blizu 14% v obdobju do konca privatizacije (1995-2004). Vendar, medtem ko se večinsko lastništvo giblje blizu stanja v kontinentalnih in vzhodnoevropskih državah, obstaja pri nas še vedno okrog 50% podjetij, ki nimajo večinskega lastništva. Veliko nižje in relativno stabilno v času je povprečje glasovalnih pravic, ki jih držijo drugi največji delničarji (15,64%) in tretji največji delničarji (9,1%). Večanje velikosti prvih lastniških deležev je možen indic "borbe" za nadzor med večjimi lastniki slovenskih podjetij. Glasovalni dogovori med večjimi lastniki so v realnosti redko objavljeni na skupščinah delničarjev, medtem ko so bolj javno organizirana zbiranja pooblastil za zastopanje (proxies), ki jih izvajajo menedžerji podjetij s ciljem združevanja glasov zaposlenih (Gregorič, 2003).

Nadzor se je pretežno skoncentriral v rokah domačih ne-finančnih podjetij in finančnih holdingov, naslednikov bivših privatizacijskih investicijskih skladov. Večja vloga državnih investicijskih skupin (KAD in SOD) je deloma rezultat grajenja omrežij podjetij v Sloveniji. Kot je ugotovil Pahor idr. (2004), se povezave med lastništvom bolj običajne med podjetji, ki delujejo v isti industrijski panogi, dalje se kažejo geografske povezave lastniških deležev podobnih (nadzornih) lastnikov. Tako je evidentno, da so socialno-ekonomski razlogi najbolj pomembni dejavnik, ki vodi k izgradnji lastniških povezav med slovenskimi podjetji. Slovensko omrežje podjetij ima nekaj podobnosti z omrežji v razvijajočih ekonomijah. Vendar, medtem ko v tujini banke in investicijski skladi igrajo centralno vlogo v omrežjih podjetij, je v Sloveniji ta vloga dana privatizacijskim investicijskim skladom. Udeležba obeh državno nadzorovanih skladov med večjimi lastniki je rezultat predvsem privatizacijskega procesa in vloge države v njem. Čeprav se ta vloga zmanjšuje, oba državna sklada še igrata izredno močno vlogo v slovenskem sistemu vodenja podjetij, posebno v največjih slovenskih podjetjih.

Gregorič in Vespro (2003) ugotovita, da veliki lastniki zamenjujejo večje lastniške deleže (vendar ne večinske) ob povprečni 46% premiji glede na menjalno post-trgovalno ceno delnic, kar kaže na relativno velike zasebne cene nadzora. Po drugi strani ne ugotavljata

⁵ Organizirani trg ljubljanske borze se sestoji iz uradnega in prostega trga, na uradnem trgu kotira 27 slovenskih podjetij (blue chips) in na prostem trgu se trguje s 76 delnicami.

kakšnih pomembnih pozitivnih vplivov novih nadzornih lastnikov na uspešnost poslovanja podjetij.

Vpletenost obeh državno nadzorovanih skladov v vodenje podjetij je pogosto vzrok njunih likvidnostnih potreb (zaradi njunih obveznosti do pokojninskega sistema in denacionalizacijskih upravičencev) ter ciljev za uveljavljanje političnega vpliva nad podjetji; sklada pogosto blokirata večje spremembe v lastništvu podjetij in določata izida večine prevzemnih ponudb. Obstaja tudi velika skepsa o vlogi privatizacijskih investicijskih skladov. V prvih po-privatizacijskih letih so ti skladi poslovali z njihovimi internimi izdajami (kot je privatizacijska luknja in formalna preobrazba v normalne investicijske vzajemne sklade) bolj, kot pa da bi promovirali dobro vodenje podjetij. Po drugi strani so imeli verjetno najboljše znanje za zaznavanje potencialnih osebnih koristi v primerjavi z drugimi podjetji in posamezniki. Poleg tega so druga ne-finančna podjetja imela povezave s podjetji, ki so jih ti investicijski skladi nadzirali (npr. preko dobaviteljskih ali porabniških kanalov) in tako so nastale spodbude za razlastnjenje zasebnih koristi na škodo manjšinskih delničarjev (Gutierrez in Tribo, 2004).

2.8.1 Stanje lastništev in nadzora po privatizaciji

Empirična analiza učinkov konsolidacije lastništva na uspešnost poslovanja podjetja v Sloveniji je bila izvedena na vzorcu 150 večjih in srednjih podjetij, ki imajo v povprečju 500 zaposlenih in ustvarijo 10 milijard SIT letnih prihodkov. Vzorec se nanaša na obdobje od 1998 do 2002 leta ter tako pokriva prva štiri leta po zaključku slovenskega privatizacijskega procesa.⁶ Podatki o petih največjih delničarjih so bili pridobljeni iz registra delničarjev, ki ga vzdržuje KDD.⁷

Tabela 4: Skupni lastniški deleži po skupinah investorjev (v prilogi)

Skupni odstotek delnic, ki so v lasti različnih skupin investorjev iz vzorca podjetij, je prikazan v *Tabeli 4*. Iz tabele je razvidno, da se zmanjšuje število delnic v rokah državno nadzorovanih skladov (predvsem zaradi prodaj delnic slovenskega razvojnega sklada) in notranjih lastnikov, medtem ko lastniška udeležba domačih ne-finančnih podjetij narašča. Ugotovljen je tudi manj opazen porast lastništev tujih investorjev in menedžerjev, vendar, podobno kot v primeru bank in manjšinskih delničarjev, ostaja njihova vloga v slovenskem vodenju podjetij še vedno bolj omejena. Po drugi strani privatizacijski investicijski skladi držijo znaten odstotek kapitala, ki jim je pripadel v privatizacijskem procesu.⁸

⁶ Agencija za prestrukturiranje in privatizacijo je dala prvo dovoljenje za program transformacije lastništva dne 29. 7.1993 in zadnje dovoljenje dne 30.10.1998.

⁷ S ciljem, da bi se pridobili podatki o drugih vprašanih vodenja podjetij (skupnih lastniških deležih različnih investicijskih skupin, izobrazbi in lastništvu menedžmenta, sestavi in velikosti nadzornih svetov itd.), je bil poslan 623 podjetjem vprašalnik (pridobljeno je bilo 150 odgovorov).

⁸ Razvojnemu skladu je bilo dodeljenih 20% delnic podjetij za prodajo (preko avkcij) investicijskim skladom, ki so se formirali kot posebni institucionalni investitorji v privatizacijskem procesu. O dinamiki lastništev po privatizaciji glej Domadenik idr. (2000), Simoneti idr. (2001) in Gregorič (2003).

Tabela 5: Število podjetij z dominantnimi lastniškimi skupinami ob koncu 1998 in 2002 leta (v prilogi)

Do podobnih zaključkov se pride z obravnavo *Tabele 5*, ki prikazuje število podjetij s skupinami investorjev, ki nastopajo v vlogi dominantnih delničarjev (skupni lastniški delež teh je višji kot skupni lastniški deleži ostalih skupin investorjev znotraj istega podjetja) ob koncu leta 1998 ter ob koncu leta 2002. Vidno je strmo zmanjšanje števila podjetij, ki jih nadzirajo zaposleni; domača ne-finančna podjetja in privatizacijski investicijski skladi pa postajajo bolj običajni med večjimi lastniki. Tako imajo ob zaključku privatizacije domača ne-finančna podjetja največji skupni delež lastništva v 16 podjetjih (11%), ob koncu 2002 leta pa že v 49 podjetjih od 146 podjetij v obdelanem vzorcu (31,5%). Podobno je narasel tudi delež lastništva investicijskih skladov iz 22 podjetij (13,4%) na 35 podjetij (24%) koncem leta 2002. Notranje lastništvo je upadlo iz 74 podjetij (51%) na 26 podjetij (18%).

Tabela 6: Povprečni in srednji lastniški deleži prvega, drugega, tretjega in prvih petih največjih delničarjev (v prilogi)

Pri obravnavi nadzora je glasovalna pravica posameznih delničarjev bolj pomembna kot skupni deleži danih investitorskih skupin (ob predpostavki, da ni nujno, da vsi delničarji, ki pripadajo isti investitorski skupini vedno prisostvujejo skupščinam delničarjev in skupaj glasujejo). Velikost kapitalnih deležev v rokah prve (1st), druge (2nd), tretje (3rd) skupine največjih delničarjev so prikazani v *Tabeli 6*. Predstavljene vrednosti v tabeli jasno kažejo trend k večji koncentraciji lastništva in nadzora⁹ v Sloveniji. Ob koncu leta 1998 več kot polovica podjetij v vzorcu ni imela delničarjev z lastniškimi deleži večjimi od 25% glasovalnih pravic, srednji glasovalni sveženj v rokah največjega delničarja je koncem leta 2001 narasel na 33%. Rastoča nadzorna moč prvega največjega delničarja je še nadalje podprta z relativno stabilnimi deleži drugega in tretjega največjega delničarja, zato se sklepa, da je povečanje skupne velikosti prvih pet največjih svežnjev v letih do 2002 predvsem rezultat povečanja velikosti vseh največjih svežnjev.

Tabela 7: Število podjetij (N) z določenimi investitorskimi skupinami kot največjimi delničarji in njihova povprečna velikost glasovalnih (lastniških) svežnjev (v prilogi)

Tabela 7 poroča o številu podjetij (N) in povprečni velikosti glasovalnih svežnjev (izračunanih preko vseh N podjetij) z navedbo investicijskih skupin kot največjih delničarjev. Ponovno je bilo ugotovljen porast števila in velikosti nadzornih svežnjev posameznikov in tujcev. Prvi so ob koncu leta 2001 imeli v posesti največji delež v 10 podjetjih v vzorcu, kot največji lastnik so tudi posedovali večinski delež s povprečno velikostjo 63,8%. Podobno je število podjetij, v katerih so največji lastniki domača ne-finančna podjetja, naraslo od 12 do 43 podjetij, povprečna velikost večinskega deleža

⁹ Pravilo ena-delnica-en-glas je uvedeno tudi v Sloveniji in tako koncentracija lastništva tudi vodi k koncentraciji glasovalnih pravic (nadzora).

44,61%. Nadalje so privatizacijski investicijski skladi eden od večjih lastnikov slovenskih podjetij, v kolikor vzamemo v obzir zakonsko določen prevzemni prag 25%. Koncem leta 2001 v vzorcu nastopajo kot večinski lastnik v 38 podjetjih, s povprečno velikostjo lastniškega deleža 31,39%. Po drugi strani je zastopanost državno nadzorovanih skladov med največjimi lastniki upadla na 13 podjetij v vzorcu, s povprečnim lastniškim deležem 20,02%. Poleg tega je vidno omejena vloga bank v tem procesu koncentracije lastništva.

Številčni prikazi v tabelah jasno kažejo, da se lastništvo in nadzor slovenskih podjetij koncentrira v rokah domačih ne-finančnih podjetij, tujcev in posameznikov, medtem, ko investicijski privatizacijski skladi (oz. njihovi formalni nasledniki) še vedno igrajo pomembno vlogo v slovenskem podjetniškem sektorju.

2.8.2 Zaključne ugotovitve na temo lastništvo in nadzor v slovenskih podjetjih

Slovenski privatizacijski model je omogočil podjetjem, da izberejo med dvema glavnima opcijama: da se odločijo za interno privatizacijo (preko internega odkupa preostalih 40% delnic podjetja), ali za zunanjo privatizacijo (z javnimi prodajami delnic in kotiranjem na borzi). Posledično je ta model privatizacije uvedel dve glavni skupini lastnikov, notranje lastnike (zaposlene, bivše zaposlene in njihove sorodnike) in zunanje lastnike (investicijske sklade in državno nadzorovane sklade). Različni načini privatizacije tudi določajo post-privatizacijske spremembe lastništva in nadzora slovenskih podjetij: po eni strani ostaja lastništvo javnih podjetij relativno razpršeno, medtem ko obstoj različnih lastniških svežnjev ovira sprejemanje odločitev v podjetjih (in tako tudi njihovo uspešno poslovanje), omejuje prenose nadzora in zmanjšuje likvidnost njihovih delnic. Na drugi strani se nejavna podjetja razvijajo: ali proti notranjim dominantnim lastnikom (in zato ohranjajo relativno razpršeno lastništvo in nadzor), ali so se zaprla z lastništvom drugih ne-finančnih podjetij (preko prevzemov) in privatizacijskimi investicijskimi skladi. Zadnja so pričela s konsolidacijo svojih portfeljev šele pred kratkim, z menjavo njihovih delnic po relativno visokih premijah (kar je odraz visokih zasebnih koristi od nadzora), kar verjetno ne prinese mnogo k uspešnosti poslovanja teh podjetij.

Rezultati regresijske analize, ki so jo na obravnaven vzorcu izvedli Damjan, Gregorič in Prašnikar (2004), potrjujejo osnovne predpostavke in so v skladu s posebnostmi slovenske privatizacije, razvoja lastništva in nadzora v post-privatizacijskem obdobju. Prvič, potrjuje se odsotnost kakršnegakoli pomembnega vpliva nadzora (merjeno z velikostjo največjih lastnikov) na produktivnost podjetja, ki je verjetno rezultat stanja, da boljše poslujoča podjetja nimajo pravih nadzornih lastnikov in izkoriščajo druge vire rasti, kot so akumulacija znanja in človeški kapital. Drugič, podjetja s slabimi poslovnimi rezultati in nadzorom z več lastniki, od katerih noben ni večinski, izkazujejo sporen negativen učinek nadzora, kar je verjetno posledica tega, da so negativni učinki povezani s borbo za nadzor, ki je presegla možne pozitivne učinke razpršenih oz. mnogovrstnih delniških struktur.

3 Vodenje podjetij: reforme evropske prevzemne zakonodaje

Prevzemna zakonodaja ureja pomemben element vodenja podjetij. Ne samo, da spreminja zakonske omejitve z učinkom na nivo zaščite investitorjev, z razvijanjem kapitalnih trgov in trga za nadzor podjetij, temveč bo verjetno povzročila tudi spremembe v samem lastništvu in nadzoru. Tako naprimer, reforme prevzemne zakonodaje ustanavljajo pomemben koridor, preko katerega se bo sistem vodenja podjetij lahko razvijal.

3.1 Pregled razvoja prevzemne zakonodaje v Evropi

Zgodovina prevzemne zakonodaje v Evropi se prične v letu 1968, ko so v ZK uvedli prostovoljni kodeks *The City Code on Takeovers and Mergers*, kot odgovor na serijo velikih prevzemov, ki so se odvijali v tem času. Od takrat je bil *City Code* občasno dopolnjen. Dve glavni določili *City Code*-a sta: (i) pravilo obvezne ponudbe s 30% pragom, preko katerega postanejo javne ponudbe obvezne in (ii) prepoved razlikovanja katerihkoli delničarjev. Druge pomembne določbe opredeljujejo aktivnosti ponudnika pred objavo ponudbe, informacije, ki se morajo posredovati ciljnim delničarjem in razpoložljive obrambne ukrepe za ciljno podjetje. *City Code* tudi določa nevtralnost uprave, kateri prepoveduje predvzem kakršnikoli proti-prevzemnih aktivnosti brez odobritve delničarjev. Prevzemna zakonodaja v kontinentalni Evropi se je pričela uvajati šele v 80. letih, kot posledica dramatičnega porasta prevzemnih aktivnosti. Mnoge zakonodajne oblasti v kontinentalni Evropi so uporabile *City Code* kot referenčno normo (benchmark) (Hopt, 2002; Berglöf in Burkart, 2003). Tako je tudi kontinentalna Evropa v samem začetku sprejela prostovoljne kodekse, ki so sredi 90. let nadomestili razna povezana pravila. Vendar imajo še celo dandanes nekatere države v uporabi samo prostovoljne kodekse. V poznih 90. letih se je odvil novi val reform, kot odgovor na peti val prevzemov (v tretjem valu so se pričeli čezmejni prevzemi). Evropska komisija (Komisija) je formirala skupino strokovnjakov za korporacijsko pravo, ki jo je vodil profesor Jaap Winter s ciljem, da naredi priporočila za harmonizacijo evropskih korporacijskih zakonov in posebej prevzemne zakonodaje.

V letu 2002 je Komisija predstavila prvi osnutek Direktive o prevzemih (Direktiva), ki je temeljila na priporočilih te skupine. Osnutek je imel poudarek na uvedbi petih ukrepov, ki so se nanašali: (i) pravila obvezne ponudbe, (ii) načelo enakega obravnavanja delničarjev, (iii) pravilo izključitve in pravico do izstopa, (iv) načelo nevtralnosti uprave in (v) pravilo spregleda. Pet ukrepov predlagane Direktive je bilo nato izpostavljeno hudim nasprotovanjem članic držav Evropske skupnosti in zato Direktiva ni bila sprejeta.

V nadaljevanju je Komisija poizkušala harmonizirati prevzemno zakonodajo na nivoju Evropske skupnosti in večina držav članic je izrazila pripravljenost, da preuredi svoje nacionalne prevzemne zakonodaje. Države članice so glede na njihov pravni in ekonomski razvoj razvrščene v šest skupin. Države članice iz bivšega komunističnega bloka so

razvrščene glede na čas njihovega sprejema v Evropsko skupnost, ker ima ta dogodek pomemben vpliv na njihove zakonodajne reforme.

Slika 7: Odstotek javnih podjetij z nadzorom večinskih delničarjev (v prilogi)

Slika 8: Odstotek javnih podjetij z nadzorom manjšinskih delničarjev z največ 25% deležem (v prilogi)

Sliki 7 in 8 prikazujeta, da prevladuje v večini držav kontinentalne Evrope sistem, ki temelji na koncentriranem lastništvu, za katerega je značilno, da je večina ali blizu večine delnic v rokah enega, dveh ali manjše skupine investorjev. Nasprotno je za sistem, ki temelji na tržnih osnovah in prevladuje v ZK in Irski, značilna razpršenost lastništva. Čeprav je razlika v lastništvu med kontinentalno Evropo in ZK ter Irsko zelo očitna, obstajajo tudi razlike v kontinentalni Evropi pri podjetjih, ki spadajo v skupino podjetij z večinskim nadzorom ali skupino podjetij z manjšinskim nadzorom skupine velikih lastnikov. Tako se iz Slike 7 vidi, da države izvorno skandinavskega prava imajo nižji odstotek podjetij nadziranih z večino velikih delničarjev (majority blockholder), medtem ko države, ki izvorno pripadajo nemškemu pravu in nedavno priključene članice imajo višji odstotek, ki se giblje od nekaj nad 10% v Sloveniji, do nekaj nad 60% v Estoniji in Latviji. Slika 8 pokaže, da je odstotek kontinentalnih podjetij, ki so nadzirana preko investorjev z deleži v velikosti najmanj 25% zelo velik. Razpon preko držav je manj izrazit in skoraj vse imajo več kot 50% podjetij (z izjemo Slovenije, ki ima nekaj preko 30%), ki kotirajo na borzah in imajo manjšinske nadzorne delničarje (blocking minorities).

3.2 Prevzemna direktiva (Direktiva 2004/25/ ES)¹⁰

Dne 27. 11. 2003 je bil v Svetu Evrope dosežen političen dogovor o kompromisnem predlogu prevzemne direktive – Direktiva 2004/25/ES (direktiva).¹¹ Dne 16. 12. 2003 je evropski parlament dal odobritev, da se lahko predlog potrdi z glasovanjem v Svetu Evrope, kar se je v marcu 2004 tudi zgodilo. Države članice so se tako obvezale, da z letom 2006 uvedejo določila direktive v svoj nacionalni pravni red. Direktiva določa, kako podjetja oz. investorji, ki imajo nadzor v javnih podjetjih (*listed company*),¹² ali investorji, ki poizkušajo doseči nadzor v teh podjetjih, podajo neobvezno in obvezno ponudbo za prevzem.

Določila direktive, ki so bila v zadnjih nekaj letih predmet vročih razprav, obravnavajo predvsem *obrambne mehanizme (defensive mechanisms)*, ki so na voljo menedžmentu

¹⁰ Povzetek obrazložitve direktive je narejen na podlagi: Maul in Koulouridas, The Takeover Bids Directive, *German Private Law Journal*, 2004.

¹¹ Celotni tekst direktive se nahaja na portalu <http://register.consilium.eu.int/pdf/slo>

¹² Direktiva se uporablja v skladu s 1. členom Direktive 93/22/ES iz junija 1993, ki govori prevzemnih ponudbah za vrednostne papirje, ki so uvrščeni na organizirane trge; nadalje z Direktivo 00/64/ES iz novembra 2000, ki vsebuje zadnje amandmaje k predhodni direktivi in določa delovanje trga vrednostnih papirjev na zakonski osnovi in predvsem vključuje letno poročanje o vseh spremembah poslovanja, ki se objavi v Uradnem listu Evropske skupnosti.

ciljnega podjetja. Tako je Direktiva v svoji zadnji verziji uvedla sistem opcijskih ureditev (*optional arrangements*), ki omogoča podjetjem v določenih okoliščinah izbiro določenih strateških odločitev v smislu obrambe pred prevzemi (v nadaljevanju glej *točko 3.1*). Direktiva tudi vsebuje določila, kot je večja transparentnost v odnosu do nadzora in kapitalnih struktur za vsa javna podjetja. Na eni strani, takšna določila vodijo k večji preglednosti o tem, kaj potencialni ponudnik (*bidder*) želi doseči s prevzemom, po drugi strani, pa ta določila ustvarjajo dodatne in bolj obremenilne zahteve po razkrivanju podatkov (glej *točko 3.2*).

Nadalje Direktiva vsebuje številne določbe o varovanju manjšinskih delničarjev – načelo enake obravnave, pravilo obvezne ponudbe in načelo pravične cene. Načelo enake obravnave (*equal treatment principle*) zagotavlja enako obravnavo ciljnih delničarjev tako v primeru prostovoljne ponudbe, kot v primeru obvezne ponudbe. Pravilo obvezne ponudbe (*mandatory bid rule*) zahteva, da ponudnik poda ponudbo vsem delničarjem, ko doseže določen odstotek glasovalnih pravic ciljnega podjetja, s katerim pridobi nadzor nad podjetjem. Končno, načelo pravične cene (*equitable price principle*) zagotavlja, da se v primeru obvezne ponudbe ponudi vsem delničarjem pravična cena za njihove deleže (glej *točko 3.3*). Direktiva tudi uvaja pravico izključitve (*squeeze out right*) in izstopa (*sell-out right*), ki se posebej tičeta ponudnika in delničarjev ciljnega podjetja. Ponudnik tako lahko izključi (iztisne) preostale delničarje, ko doseže določen prag, medtem ko preostali manjšinski delničarji lahko zahtevajo od ponudnika, da prevzame njihove delnice, tudi če niso sprejeli prvotne začetne ponudbe (glej *točko 3.4*).

Direktiva tudi postavlja številne proceduralne dolžnosti in dolžnosti informiranja, ki zagotavljajo pregledno izbiro (*undistorted choice*) ciljnim delničarjem (glej *točko 3.5*). In končno, Direktiva vsebuje tudi določbe o harmonizaciji trga nadzora podjetij (*market of corporate control*) na evropskem nivoju, s predpisovanjem načinov prenosa v zakonodajo in določanjem kompetentnih nadzornih organov za prekomejne prevzeme (glej *točko 3.6*).

3.3 Direktiva – normativna obrazložitev

Glede na glavne vsebinske poudarke lahko direktivo povzamemo v naslednje podtočke:

3.3.1 Obrambni mehanizmi

Členi 9, 11 in 12 Direktive obravnavajo obrambne mehanizme ciljnega podjetja (*offeree company – prejemnik ponudbe*). Postavljeni sta dve pravili, pravilo nevtralnosti (*neutrality rule, člen 9*) in pravilo spregleda (*breakthrough rule, člen 11*). Uporaba teh dveh pravil v kombinaciji z novo opcijsko ureditvijo je uvedena z novim členom 12. Ta člen omogoča izbirno uporabo pravila nevtralnosti in pravila spregleda s postavljanjem dvo nivojskega sistema, ki dovoljuje na osnovnem nivoju državam članicam izbiro enega ali drugega pravila ter tudi njihovim podjetjem izbiro tistega pravila, ki ga želijo uvesti in še več, na drugem nivoju uvaja načelo recipročnosti (*reciprocity principle*). V kolikor se država članica odloči za uporabo načela recipročnosti, bo podjetje, ki ima sedež v tej državi

članici in uporablja člena 9 in/ali člen 11, lahko izvzeto iz uporabe teh pravil v primeru, ko podjetje prejme ponudbo za prevzem od podjetja, ki ne uporablja oz. se ne sklicuje na člen 9 in/ali člen 11.¹³

3.3.1.1 Pravilo nevtralnosti (neutrality rule, člen 9)

Pravilo nevtralnosti, v kolikor ga država članica uvede/ali ga ne uvede, vendar se podjetje s sedežem v tej državi članici samo odloči za uporabo tega pravila, zahteva, da kakršni koli obrambni ukrepi, ki jih sprejme uprava ciljnega podjetja, ko je prevzemna ponudba objavljena, *morajo biti predhodno potrjeni na skupščini delničarjev*. Za olajšanje uporabe tega pravila, direktiva zahteva od držav članic, da sprejmejo krajši rok za sklic generalne skupščine lastnikov. Aktivno iskanje alternativnih ponudb se ne smatra za dejanje onemogočanja prevzemne ponudbe. Glede odločitev, ki so sprejete pred ponudbo, ki še ni v celoti izvršena oz. sprejeta, mora skupščina lastnikov potrditi oz. odobriti vsakršno odločitev, ki ne spada v normalni tok poslovanja podjetja in katere izvršitev, bi lahko pomenila tudi onemogočanje ponudbe.

3.3.1.2 Pravilo spregleda (breakthrough rule, člen 11)

Direktiva postavlja dva nivoja pravila spregleda.

Prvi nivo pravila stopi v veljavo, ko postane ponudba javna:

- a) V času določenem za sprejem ponudbe, kakršnekoli omejitve na prenos delnic, določene v statutu podjetja in obstoječih pogodbenih razmerjih, nimajo učinka na ponudnika.
- b) Vsakršne omejitve na glasovalne pravice nimajo učinka v času zasedanja skupščine lastnikov ciljnega podjetja, ki odloča o obrambnih ukrepih.

Drugi nivo pravila stopi v veljavo, ko ponudnik doseže 75% prag glasovalnih pravic ciljnega podjetja:

- a) Po uspešno zaključenih ponudbi, ima ponudnik pravico do sklica generalne skupščine lastnikov s ciljem, da svoje pridobljene glasovalne pravice uskladi z veljavno zakonodajo tako, da dopolni pravila ciljnega podjetja in zamenja oz. imenuje člane uprave v ciljnem podjetju.
- b) Na takšnem sklicu skupščine lastnikov ponudnika ne obvezujejo:
 - nobene statutarne določbe, ali kakršnikoli predhodni dogovori o glasovalnih pravicah (npr. glasovalne kapice),
 - kakršnekoli posebne pravice, ki se tičejo imenovanja in zamenjave direktorjev (npr. pravica delničarja ali skupine delničarjev, da neposredno imenujejo svojega predstavnika v upravo podjetja) in
 - kakršnekoli glasovalne pravice, ki temeljijo na podlagi vrednostnih papirjev z več glasovalnimi pravicami (ki imajo v tem primeru samo en glas).

¹³ V nadaljevanju glej točko 3.1.4.

Direktiva tudi določa odškodnino za vse izgube, ki so bile povzročene imetnikom teh pravic, v skladu z zakonodajo držav članic in za nekatere izjeme v povezavi s tako imenovanimi "zlatimi delnicami" in gospodarskimi združenji. Na splošno so zlate delnice in vse posebne pravice, ki jih imajo države članice v podjetjih in ki se zagotavljajo na podlagi zasebnega in javnega nacionalnega prava, izključene iz področja uporabe pravila spregleda, če so združljive z ustanovno pogodbo Evropske skupnosti (Treaty). Vendar vse tovrstne posebne pravice morajo biti združljive z načeli svobodnega pretoka kapitala in s tem povezanimi določili ustanovne pogodbe.

3.3.1.3 Izbirna ureditev (*optional regime, člen 12*)

Direktiva postavlja **dvo-nivojsko** izbirno ureditev. Na osnovnem nivoju (člen 12) omogoča državam članicam izbiro (opt-out) med uporabo pravila nevtralnosti in pravila spregleda. To pomeni, da je državam članicam dovoljeno:

- da ne zahtevajo od podjetij s sedežem na njihovem teritoriju, da uporabljajo določila, ki omejujejo pooblastila uprav podjetij, da sprejemajo obrambne ukrepe med samo ponudbo za prevzem (Pravilo Nevtralnosti - člen 9), in
- da ne umaknejo ovir, ki so postavljene v statutarjih določili podjetij, kot so npr. glasovalne kapice in vrednostni papirji z več glasovalnimi pravicami, ali specifični dogovori o glasovalnih pravicah (Pravilo spregleda - člen 11).

Na drugem nivoju, morajo države članice, ki so izbrale ureditev opt-out, omogočiti podjetjem, ki imajo sedež na njihovem teritoriju, **možnost izbire** glede na določila, ki jih ti dve opciji ponujata. Glede na izbiri, lahko podjetja izberejo uporabo člena 9 in/ali člena 11, celo v primeru, da je država članica sama določila uporabo ureditve opt-out. Odločitev podjetja mora biti sprejeta na skupščini lastnikov, v skladu z obstoječo zakonodajo in statutarji določili podjetja. Takšna odločitev se lahko spremeni samo po enakem postopku.¹⁴

3.3.1.4 Reciprocitetna klavzula

Ko postane podjetje, ki uporablja pravila v zvezi z obrambnimi ukrepi (člen 9 (2) in (3)) in/ali pravilo spregleda (člen 11), ker je bilo v to primorano, ali zato, ker se je samo odločilo za uporabo teh pravil (opt-in), **cilj ponudbe**, ima država članica, v kateri ima podjetje svoj sedež, možnost izvzema podjetja iz pristojnosti teh pravil, v kolikor ponudnik ne uporablja pravil 9 in/ali 11 (člen 12 (3)). To velja tako v primeru, ko ima ponudnik svoj sedež v državi članici, ki je izbrala opcijo opt-out pravil 9 in/ali 11 in ima ciljno podjetje svoj sedež v državi članici, ki je izbrala opcijo opt-in pravil 9 in/ali 11. Pravilo reciprocitete se lahko tudi uporabi, če se država članica odloči proti (opt-out) uporabi

¹⁴ Ta izbirna ureditev je bila sprejeta v novembru 2003, na podlagi ostrih razprav v ES, v katerih je predvsem Nemčija izrazila hudo nasprotovanje sprejetju pravila nevtralnosti in pravila spregleda, ker naj bi uporaba teh dveh pravil onemogočila nemškemu podjetjem svobodno sprejemanje strateških odločitev. Kot dodatno k reševanju teh težav, se je v nadaljevanju sprejela reciprocitetna klavzula.

pravil 9 in/ali 11 in ciljno podjetje uporablja pravila (opt-in), medtem, ko ponudnik ne uporablja teh pravil (opt-out).

S tem v zvezi je potrebno opozoriti, da je zaradi mednarodnih sporazumov vprašljivo (člen II No. 1 GATS I), če se lahko uporabi reciprocitna klavzula proti ponudnikom iz tretjih držav, kot so npr. ameriška podjetja. Nasprotno preje navedenim opt-in določbam, reciprocitna klavzula ne daje neposredne pravice podjetjem, vendar omogoča državam članicam, da odločijo, ali bodo dale takšno zaščito svojim podjetjem ali ne.

Dvo-nivojski izbirni sistem lahko pojasnimo z naslednjima obrazložitvama:

- V kolikor se država članica odloči uporabiti (opt-in) člena 9 in/ali 11, potem njena podjetja nimajo pravice nasprotovati (opt-out) uporabi členov 9 in/ali 11. Ista država članica pa lahko dovoli svojim podjetjem, da ne uporabijo teh dveh členov, če prejmejo prevzemno ponudbo od podjetja, ki ne uporablja enakih členov. Če država članica ne izkoristi tega svojega pooblastila, njena podjetja ne morejo neposredno uporabiti reciprocitne klavzule.
- V kolikor se država članica ne odloči za uporabo (opt-out) členov 9 in/ali 11, mora dovoliti svojim podjetjem, da sprejmejo (opt-in) oba ali enega od njih, če tako želijo. Takšno odločitev je možno spremeniti. Ko podjetje sprejme takšno izbiro, ne more razlikovati med tistimi ponudniki, ki ne uporabljajo istih določil, dokler jim država članica, v kateri imajo svoj sedež, ne dovoli ali omogoči takšno opcijo na osnovi reciprocitne klavzule. To pomeni, da podjetje, ki sprejme (opt-in) člena 9 in 11, lahko koristi določila reciprocitne klavzule samo, če država članica, v kateri ima sedež, to dovoli. V vseh drugih primerih lahko podjetje umakne svojo odločitev na podlagi istega postopka, v katerem so delničarji sprejeli opt-in odločitev (s ponovnim sklicem skupščine lastnikov).

Opisani izbirni sistem zahteva precejšnjo prilagodljivost, tako države članice, kot njenih podjetij. Zlasti reciprocitna klavzula, ko jo bodo države članice uveljavile (posebno bo to verjetno v primeru Nemčije), bo zagotavljala dodatne spodbude za podjetja, da uvedejo (opt-in) člena 9 in 11. To je posebno pomembno za podjetja, ki imajo zelo aktiven prevzemni program, reciprocitna klavzula pa povzroča, da so prevzemne aktivnosti za ponudnika, ki ne uporablja določil členov 9 in 11, veliko bolj težavne.

Tabela 8: Pregled izbirnih sistemov po državah članicah ES (v prilogi)

3.3.2 Transparentnost poslovanja (Člen 10)

Transparentnost poslovanja je ena od temeljnih osnov učinkovitega delovanja kapitalnih trgov in trga podjetniškega nadzora. Direktiva postavlja to načelo zaradi povečanja preglednosti poslovanja, ki zahteva od vseh javnih podjetij, da objavljajo letna poročila o njihovi kapitalni in nadzorni strukturi. Med drugim mora letno poročilo vsebovati:

- strukturo kapitala, s prikazom različnih razredov delnic in posebej vrednostnih papirjev, ki ne kotirajo na borzi,

- pomembna neposredna in posredna lastništva deležev (navskrižni deleži in piramidne strukture), omejitve prenosov vrednostnih papirjev (npr. omejitve deležev vrednostnih papirjev, ali potrebo po pridobitvi dovoljenja podjetja ali drugih imetnikov vrednostnih papirjev),
- imetnike posebnih nadzornih pravic in opis teh pravic,
- vse omejitve glasovalnih pravic (npr. na določen odstotek ali število glasov, ali roke za izvajanje glasovalnih pravic, ali sisteme, v katerih so finančne pravice, ki jih prinašajo vrednostni papirji, ločene od lastništva vrednostnih papirjev),
- vse podjetju znane dogovore med delničarji, ki lahko pomenijo omejitve prenosa vrednostnih papirjev in/ali glasovalnih pravic,
- predpise, ki urejajo imenovanje in zamenjavo članov uprave in spremembe statuta,
- vsa pooblastila članov uprave za sprejemanje obrambnih ukrepov (npr. za izdajo in ponovni odkup delnic, "certifikatni sistem" na Nizozemskem ipd.),
- vse sporazume med podjetjem in drugimi partnerji, ki se spremenijo ali končajo na osnovi spremembe nadzora v podjetju, z izjemo, kadar bi razkritje teh sporazumov resno vplivalo na podjetje, vendar ta izjema ne velja, kadar je podjetje posebej zavezano k razkritju teh informacij,
- vse dogovore med podjetjem in člani njene uprave ali zaposlenimi, ki predvidevajo nadomestilo, če ti dajo odpoved ali so odpuščeni brez utemeljenega razloga, ali če njihova zaposlitev preneha zaradi ponudbe za prevzem,
- zlate delnice ipd.

Nadalje direktiva zahteva, da uprave javnih podjetij predložijo in obrazložijo letno poročilo o stanju kapitalni struktur na letni skupščini lastnikov. Delničarji morajo biti informirani o dejanskem nadzoru in kapitalnih strukturah njihovih podjetij.

3.3.3 Zaščita manjšinskih delničarjev

Ena glavnih pomembnosti direktive je, da identificira in postavi več načel varovanja manjšinskih delničarjev, kot so: enaka obravnava ciljnih delničarjev, pravilo obvezne ponudbe, načelo poštene cene in pravilo denarnega nadomestila. Prvo načelo se uporablja tako za prostovoljno kot obvezno ponudbo, druga tri se uporabljajo v povezavi z obvezno ponudbo.

3.3.3.1 Načelo enake obravnave - člen 3.1(a)

Osnovni namen načela enake obravnave je, da morajo biti vsi ciljni delničarji istega razreda enako obravnavani. Čeprav beseda "equivalent" v angleški verziji direktive ne pomeni nujno enak ali "equal" in tako dopušča nekaj prostora za razlago, ki lahko omogoči ponudniku razlikovanje med delničarji in da še vedno poda "enakovredno" ponudbo (z uporabo različnih oblik nadomestil oz. odškodnin). Direktiva tako določa, da lahko vsi delničarji istega razreda ponudijo svoje delnice pod istimi pogoji (člen 5.1). To načelo se uvaja neodvisno od tega, ali ponudnik podaja prevzemno ponudbo na podlagi prostovoljne

ponudbe, ali je obvezan, da poda obvezno ponudbo. Načelo enake obravnave je še dobilo na pomenu z uvedbo številnih pravil, ki določajo ceno in obliko ponujenih nadomestil.

3.3.3.2 Pravilo obvezne ponudbe – Člen 5.1-3

Pravilo obvezne ponudbe določa, da mora prevzemnik, ko doseže določen odstotek glasovalnih pravic v ciljnem podjetju, ki mu omogočajo nadzor nad podjetjem, narediti ponudbo po pravični ceni za vse imetnike vrednostnih papirjev. Določitev odstotka in metode preračuna je prepuščena državam članicam. V Nemčiji in ZK je prevzemni prag fiksiran na 30%.¹⁵

Vendar direktiva ne prepoveduje delnih prostovoljnih ponudb. Tako lahko ponudnik naredi ponudbo za manj kot 100% glasovalnih pravic ciljnega podjetja, kar mu omogoča, da ne preseže posebej določenega prevzemnega praga, ki ga je določila posamezna država članica in ki določa uporabo obvezne ponudbe. Toda dejstvo, da direktiva ne prepoveduje delnih prostovoljnih ponudb, ne pomeni, da države članice ne smejo prepovedati delnih prostovoljnih ponudb. Tako je v primeru ZK urejeno, da prevzemni kodeks prepoveduje vsakršno delno ponudbo, dokler ni ta potrjena od samoregulativnega organa *Panel on Takeovers and Mergers (Panel)* in še to samo v izjemnih okoliščinah.

3.3.3.3 Načelo pravične cene – člen 5.4

Načelo pravične cene deluje na dveh nivojih:

- Prvič v primerih, ko se zahteva obvezna ponudba, je ponudnik obvezen ponuditi pravično ceno, ki ji direktiva določa, kot najvišjo ceno, ki jo je isti ponudnik plačal za vrednostne papirje v času, ki ga določi država članica. Takšno časovno obdobje ne more biti manjše od šestih mesecev in ne daljše od dvanajstih mesecev pred začetkom ponudbe.¹⁶
- Drugič, če ponudnik ali katerakoli oseba, ki z njim usklajeno deluje, po objavi javne ponudbe in pred njenim iztekom, kupi vrednostne papirje po ceni, višji od ponujene, mora ponudnik svojo ponudbo zvišati, tako da cena ni nižja od najvišje cene, plačane za tako pridobljene vrednostne papirje.

Na obeh nivojih imajo države članice možnost svobodno določati odstopanja od pravila najvišje cene, v kolikor je cena potrjena od pooblaščenega nadzornega organa države članice in to iz posebnih razlogov ter v kolikor reguliranje cene ne nasprotuje določilom pravila obvezne ponudbe.

3.3.3.4 Nadomestilo: gotovinska možnost

Direktiva predpisuje, da morajo v primeru prevzema nadomestila vključevati likvidne vrednostne papirje ali gotovino. Vendar v primeru, kadar nadomestilo, ki ga ponudnik

¹⁵ V Nemčiji prevzemni prag določata člena 29 in 35 zakona Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz (WpÜG). V ZK ga določa pravilo 9.1 kodeksa City Code on Takeovers and Merges (CC).

¹⁶ Nemčija ima kljub temu določilu, v členih 31 in 39 WpÜG določeno tri mesečno obdobje pred začetkom prevzemne ponudbe.

ponudi ni sestavljeno iz vrednostnih papirjev, mora ponudnik ponuditi denarno nadomestilo v naslednjih treh primerih:

- a) prvič, ko se ponujeno nadomestilo sestoji iz vrednostnih papirjev, ki ne kotirajo na borzi;
- b) drugič, ko ponudnik v času, ko se prevzem še odvija, kupi za gotovino 5% ali več vrednostnih papirjev z glasovalno pravico v ciljnem podjetju;
- c) tretjič, ko država članica odloči, da se mora v vseh primerih nadomestilo v gotovini ponuditi kot alternativa.

3.3.4 Pravica do izključitve in pravica do izstopa (*squeeze-out, sell-out*)

V času, ko prevzemnik poseduje večino vrednostnih papirjev ciljnega podjetja, kot rezultat prevzemne ponudbe, lahko "izključi" preostalo manjšino delničarjev s tem, da jo prisili na prodajo njihovih vrednostnih papirjev po *pošteni (fair)* ceni. S ciljem, da bi se upoštevale različne nacionalne tradicije,¹⁷ lahko države članice določijo prag za sprožitev pravice izključitve v odnosu na pridobljen kapital z glasovalno pravico (med 90% in 95%), ali kadar ima ponudnik pogodbeno trdno vezana zagotovila o pridobitvi najmanj 90% kapitala z glasovalno pravico oz. glasovalnih pravic. Ponudnik mora pravico izključitve izkoristiti v času treh mesecev po zaključku prevzema in je obvezen ponuditi pošteno ceno v enaki obliki nadomestila, ponujenega v prevzemni ponudbi.

Pravica do izstopa je "druga stran kovanca". Manjšinski delničarji imajo pravico, da zahtevajo od prevzemnika, ki je dosegel 90% (ali 95%, odvisno od izbire države članice) ali več kapitala, da kupi njihove vrednostne papirje po pošteni ceni.

3.3.5 Zaščita delničarjev pred nepravilnimi odločitvami (*undistorted choice*)

Eno od osnovnih načel direktive je, da se delničarje ciljnega podjetja ne sme prisiliti v sprejem ponudbe, ki jim ne bo zagotovila optimalne odločitve, zaradi pomanjkanja časa za odločitev in nezadostnih ali pomanjkljivih informacij.

3.3.5.1 Zadosten čas v odnosu na ponudbo – rok za sprejem (člen 7)

Direktiva določa, da mora biti imetnikom vrednostnih papirjev ciljnega podjetja zagotovljen zadosten čas, ki jim bo zagotovil sprejeti pravilne odločitve v zvezi s ponudbo za prevzem (člen 3.1 (b)) in to na osnovi zadostnih informacij. Načelo je definirano v členu 7, v katerem direktiva predpisuje minimalno časovno obdobje, v katerem mora ostati ponudba odprta za sprejem, ki ne sme biti krajši od *dveh tednov* in ne daljši od *desetin tednov*, od datuma objave ponudbe. Ob upoštevanju splošnega načela, da ciljno podjetje zaradi ponudbe ne sme biti ovirano pri izvajanju poslov dlje, kot je razumno določeno (člen 3.1 (f)), lahko države članice določijo podaljšanje roka desetih tednov pod pogojem, da ponudnik vsaj dva tedna vnaprej najavi svojo namero o izteku ponudbe.

¹⁷ Naprimer, v ZK je prag za izključitev postavljen pri 90% delniškega kapitala, v Nemčiji je ta prag določen pri 95% delniškega kapitala.

3.3.5.2 Informacije o ponudbah, razkritje informacij in obveznosti uprave ciljnega podjetja

V členih 6, 8 in 9 Direktiva določa višjo stopnjo transparentnosti v informiranju in razkritju informacij v primeru objave prevzemne ponudbe. Tako med drugim zahteva:

- pred objavo javne ponudbe predložitev ponudbene dokumentacije nadzornemu organu države članice;
- ko je ponudba javno objavljena, seznanitev zaposlenih z vsebino ponudbe;
- takojšnjo objavo informacij v vseh državah članicah, na katerih borzah vrednostni papirji ciljnega podjetja kotirajo, da se zagotovi transparentnost in neoporečnost trgovanja z vrednostnimi papirji ciljnega podjetja;
- minimalno vsebino ponudbenih dokumentov, ki omogoči, da se imetniki vrednostnih papirjev lahko pravilno odločijo glede na ponudbo;
- uprava ciljnega podjetja pripravi in javno objavi dokument o svojem mnenju o ponudbi in razlogih na katerih temelji, vključno s stališči o učinkih ponudbe na interese podjetja, o strateških načrtih ponudnika in njihovih mogočih posledicah na poslovanje in zaposlovanje ciljnega podjetja.

3.3.5.3 Zaposleni

V nasprotju s tem, kaj vse direktiva uvaža za zaščito ciljnih delničarjev, direktiva ne prinaša novih informacij ali pravic za zaposlene, temveč se sklicuje na potrebo po uporabi različnih obstoječih že sprejetih ukrepov Evropske skupnosti iz tega področja. Gre za direktivo o evropskih svetih delavcev Direktiva 94/45/ES, direktivo o presežnih delavcih Direktiva 98/59/ES in direktivo o informiranju in posvetovanju z delavci Direktiva 2002/14/ES.

3.3.6 Harmonizacija trga nadzora podjetij: nadzorni organi in veljavni pravni red

Direktiva predpisuje organe pristojne za nadzor nad potekom ponudbe in katero nacionalno pravo se uporablja v primeru čezmejnih prevzemov (člen 4). Tako se predvidevajo naslednja razlikovanja:

- prvič, med zakonodajo države članice, kjer je ciljno podjetje uvrščeno na borzo (t.i. "tržna" pravila) in zakonodajo države članice, kjer ima podjetje svoj sedež (t.i. "domača" pravila);
- drugič, med zadevami, ki se tičejo postopka na eni strani in zadevami, ki se tičejo informiranja zaposlenih in podjetniške zakonodaje na drugi strani.

Na osnovi razlikovanj direktiva določa:

- da morajo biti zadeve, ki se nanašajo na postopek in ceno, izvajane v soglasju z pravili trga in nadzoruje jih nadzorni organ države članice, kjer je ciljno podjetje uvrščeno v borzno kotacijo, ali če je uvrščeno na več borzah v različnih državah, potem je pristojen nadzorni organ države članice, v kateri je bilo ciljno podjetje prvo uvrščeno na borzo;

- da morajo biti zadeve, ki se tičejo informiranja delavcev in podjetniške zakonodaje, izvajane v soglasju z domačimi pravili ter nadzorovane od pristojnega nadzornega organa države članice, v kateri ima ciljno podjetje registriran sedež.

3.4 Funkcije vodenja v povezavi s prevzemno zakonodajo¹⁸

Prevzemna zakonodaja v glavnem daje videz mehanizma, ki ima za cilj omogočiti učinkovito reorganizacijo podjetja, vendar je tudi pomembna v terminih, ki blažijo konflikte interesov med različnimi akterji delovanja podjetja, kot je menedžment, lastniki delnic in drugi zainteresirani udeleženci. Prevzemna zakonodaja ne blaži samo nasprotij interesov povezanih s prenosi nadzora, temveč ima pomemben vpliv na problematiko zastopanja med menedžmentom in delničarji, med velikimi in majhnimi delničarji in drugimi udeleženci v procesu poslovanja podjetja (zaposleni, dobavitelji, pogodbeni partnerji ipd.).

3.4.1 Sistem razpršenega lastništva

V sistemu z razpršenim lastništvom je glavna funkcija vodenja, v povezavi s prevzemno zakonodajo, omejiti oportunistično oz. preračunljivo obnašanje uprav podjetij. Mali delničarji v smislu koordinacije problemov ne morejo učinkovito nadzirati menedžmenta in nadzor lahko realizirajo samo preko zunanjega tržnega nadzora podjetja. Sovražni prevzemniki si vzamejo za cilj slabo stoječa podjetja in zamenjajo menedžment, ki je pripeljal podjetje v slabo stanje. Grožnja, da bodo izgubili svoje delo in ugodnosti, ki jim pripadajo, sili menedžerje, da zasledujejo cilje lastnikov delnic. Vloga prevzemne zakonodaje je tudi, da oblikuje pravila in zagotovi instrumente, ki minimizirajo stroške in neučinkovitosti povezane s (sovražnimi) prevzemnimi mehanizmi¹⁹ ter tako omogoči prenos nadzora v smeri večje produktivnosti tako lastnikov kot menedžmenta. Primeri ukrepov, ki stimulirajo prevzemne aktivnosti so pravila izključevanja ali izrinjenja (squeeze-out), pravila spregleda (break-through) in omejitve uporabe ukrepov proti-prevzemne obrambe.

¹⁸ Za več temi predstavljeni v točkah 4, 5 in 6 glej Marc Goergen, Marina Martynova in Luc Renneboog, *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms in Europe*, ECGI, 2005.

¹⁹ Vendar sovražni prevzemniki lahko zgradijo razdiralen in drag mehanizem, da dosežejo spremembe v nadzoru podjetja, tako velika večina prevzemnikov ne uspe doseči predvidenih sinergijskih učinkov povečanja vrednosti (Dickerson, Gibson in Tsakalotos, 1997; Rau in Vermaelen, 1998). Tudi ne obstajajo dokazi, da bi bili sovražni prevzemniki sposobni ustvariti večje (dolgoročne) sinergijske učinke kot jih ustvarijo prijateljski prevzemniki, sovražni prevzemniki so tudi bolj nagnjeni k razdiralnosti kot prijazni prevzemniki. Tako se celo v ZDA in ZK, kjer so zelo razširjeni prevzemi, sovražni prevzemi relativno redko uporabljajo. V 90. letih je bilo registriranih 239 sovražnih prevzemov v ZDA in 158 v ZK, kar pomeni 2,3 in 6,5 odstotka od skupnega števila vseh objavljenih javnih ponudb za prevzem (tender offers). V istem času je bilo v EU (brez ZK) izvedenih samo 67 sovražnih prevzemov v skupno 14 evropskih državah, kar predstavlja vsega 1,3 odstotka od objavljenih javnih ponudb za prevzem v tem času. V večino drugih dežel so sovražni prevzemi še redkejši.

3.4.2 Sistem s koncentriranim lastništvom

V sistemu s koncentriranim lastništvom se postavlja vprašanje zaščite interesov manjšinskih delničarjev (minority shareholders). Koncentracija lastništva in nadzor se jemljeta kot alternativen mehanizem, ki lahko ublaži interesne spore med menedžmentom in delničarji. Glavni investitorji imajo močne spodbude za nadziranje in tudi zamenjavo menedžmenta v slabo vodenih podjetjih (Franks, Mayer in Renneboog 2001). Bolton in von Thadden (1998) dokazujeta, da so se koristi in prednosti nadzora večinskih lastnikov zelo razmahnile in se še nadalje povečujejo, v nasprotju z raznimi zunanjimi posegi urejevanja, ki se dogajajo le v kriznih situacijah. Vendar je drža nadzornih delničarjev tudi povezana s potencialnim preračunljivim obnašanjem napram malim delničarjem. Čeprav obstaja niz standardnih tehnik iz podjetniškega prava za razrešitev sporov med velikimi delničarji in manjšinskimi delničarji, igra prevzemna zakonodaja zelo pomembno vlogo, ker lahko zagotovi malim delničarjem možnost izstopa ob poštenih pogojih (exit on fair terms). Določila, kot je na primer pravica do izstopa (sell-out right), pravilo obvezne ponudbe (mandatory bid rule) ali načelo enake obravnave (equal treatment principle), zagotavljajo kar ugodne možnosti malim delničarjem za izstop iz podjetja.

3.4.3 Dva glavna problema

Posebna določila prevzemne zakonodaje vnašajo nadzor nad dogovori o prevzemu, s ciljem uravnavanja interesnih sporov med menedžmentom in delničarji ciljnega podjetja in prevzemnika. Pojavita se lahko dva glavna problema: (i) Prvič, nadzor nad transferji lahko spremeni glavne delničarje ciljnega podjetja v manjšinske delničarje. (ii) Drugič, menedžment ciljnega podjetja lahko izvede pretirane obrambne ukrepe in s tem blokira prevzem, četudi to ni v skladu z interesi delničarjev.

Prevzemni predpisi morajo imeti za cilj zmanjšanje obojestranskih možnih konfliktov. Posebno natančno je potrebno omejiti uporabo proti-prevzemnih ukrepov, kar je očitno najboljši način za preprečitev preračunljivega obnašanja uprave podjetja. Poleg tega, pravilo obvezne ponudbe in pravica do izstopa zagotavljata delničarjem ciljnega podjetja možnost, da izstopijo iz podjetja za pošteno ceno.

3.5 Reforme prevzemne zakonodaje in vodenja podjetij - možne posledice

Prevzemna zakonodaja je pomembno orodje za vodenje podjetij, vsak poizkus spremembe njenih določb ima pomemben vpliv na celoten sistem vodenja podjetij. Kakršnakoli sprememba v prevzemni zakonodaji učinkuje na nivo zaščite investorjev ter na razvoj prevzemnega trga v državi, poleg tega spremembe v prevzemni zakonodaji vedno prinesejo tudi pomembne spremembe v lastništvu in nadzoru podjetij. Tako pomenijo spremembe v prevzemni zakonodaji pomemben koridor za razvoj vodenja podjetij. Vendar bilo bi zgrešeno zaključiti, da bo harmonizacija prevzemne zakonodaje širom držav pripeljala do globalnega zbližanja sistemov vodenja podjetij, ker so funkcije vodenja podjetij v povezavi

s prevzemno zakonodajo predvsem odvisne od stopnje koncentracije lastništva in nadzora v podjetjih.

3.5.1 Reforme s težiščem na konfliktu interesov

Reforme prevzemne zakonodaje, katerih težišče je na konfliktu interesov med menedžmentom in delničarji, bodo bolj verjetno izboljšale zaščito vlagateljev. V odvisnosti od uvedenih zakonskih določil reforme ali izboljšujejo učinkovitost zunanjega tržnega nadzora (market for corporate control), ali zmanjšujejo moč odločanja uprav podjetij glede uporabe orodij za proti-prevzemno obrambo. Odkar obe vrsti ukrepov silijo menedžerje v zadovoljitev interesov delničarjev, se pričakuje, da se bo izboljšala tudi zaščita delničarjev, zato bi se morali ti ukrepi realizirati. La Porta idr. (1999) dokazuje, da boljša zaščita zvišuje zaupanje delničarjev in tako tudi njihovo pripravljenost za investiranje, kar ohrabri tudi bolj razpršene lastniške strukture.

3.5.2 Reforme s težiščem na zaščiti manjšinskih delničarjev

Reforme zakonodaje, ki uvajajo možnosti izstopa za manjšinske delničarje, zmanjšujejo zaslužke zasebnega lastništva nad nadzornimi deleži, ki jih lahko izvajajo veliki lastniki v škodo manjšinskih delničarjev. Vendar ta izboljšava zaščite nastopi šele na koncu ob izstopu. Zmanjšane zaslužkov nadzora bi se lahko smatralo kot zahteva po razpršitvi lastništva, v kolikor ti manjši zaslužki znižajo interes imeti nadzorni delež. Vendar zakonske določbe, ki znižujejo lastniške zaslužke nadzora, lahko istočasno ne samo zmanjšajo interes za posedovanje nadzornega deleža lastništva, temveč zmanjšujejo tudi interes za učinkovito reorganizacijo podjetij, ker zasluček ponudnika je pogost motiv za prevzemno ponudbo. In kot možen rezultat je lahko stanje, da nadzor ostane v rokah neučinkovitih velikih lastnikov. Zaradi tega lahko učinki takšnih reform pripeljejo do bodisi še večje koncentracije obstoječega koncentriranega lastništva in nadzora ali do premika od razpršenega k koncentriranemu lastništvu.

3.5.3 Reforme in njihovi vplivi na lastništvo in nadzor

Samo povečanje zaščite vlagateljev ali zmanjševanje koristi nadzora sta tako bolj nezadostni spremembi v lastništvu. Bebchuk (1999) je pokazal, da se pri obstoju večjih koristi nadzora in istočasnem dobro delujočem prevzemnem trgu, lastništvo nerado razvije v bolj razpršeno. V kolikor prevzemnik nadzornega deleža ni zmožen poravnati vseh zaslužkov in koristi od prevzema nadzora obstoječim večinskim lastnikom (incumbent blockholders), je seveda malo neverjetno, da bodo leti sprejeli ponudbo. Na ta način imajo reforme zakonodaje, ki imajo za cilj izboljšanje zaščite tam, kjer so zaslužki iz nadzora kontrolnega deleža visoki, bolj verjeten učinek okrepitve obstoječe lastniške strukture. Roe (2002) napoveduje drugačen scenarij. Tako trdi, da v primeru visokih stroškov nadzornih uprav, bo lahko razvoj trga za nadzor podjetij pripeljal do premika od koncentriranega k razpršenemu lastništvu. Učinkovit prevzemni trg vsrka ceno potencialnih stroškov zastopanja, ki so vzrok širokih pooblastil in ugodnosti uprav, z zagotavljanjem

učinkovitega zunanjega nadzora in to zmanjšuje potrebo po nadzoru velikih delničarjev. Ta premik k bolj razpršenemu lastništvu, bo lahko v bodoče podrt tudi z drugimi slabimi stranmi koncentriranega lastništva, kot so stroški nizke likvidnosti in nerazpršenega tveganja. Možno je sprejeti zaključek, da reforme prevzemne zakonodaje, ki vključujejo zaščito vlagateljev, verjetno vodijo k bolj razpršenemu lastništvu in da se bodo predvideni zaslužki iz nadzornih deležev relativno zmanjšali. Podobno zaključujeta tudi Bebchuk (1999) in Roe (2002), ki ugotavljata, da ko je zaščita investorjev zelo visoka, bi se z reformami, ki so naravnane na zmanjšanje zaslužkov iz zasebnega lastništva nadzornih deležev, utegnili povzročiti razpršitev lastništva. Vendar kakorkoli, v kolikor ima menedžment močna pooblastila, da uporabi proti-prevzemne ukrepe, se bo želena razpršitev lastništva lahko prevesila k bolj koncentrirani strukturi, tudi če se bodo zaslužki iz nadzornih deležev zmanjšali.

Tabela 9: Reforme prevzemne zakonodaje in njihovi pričakovani vplivi na lastništvo in nadzor v okviru posameznih sistemov vodenja (v prilogi)

Evropska komisija poizkuša postaviti globalne okvire za razvoj trga prevzemov. Vendar prevzem združenega prevzemnega kodeksa od držav z različnimi začetnimi postavitvami, lahko razprši lastništvo v nekaterih od njih in še bolj utrdi koncentrirano lastništvo v drugih. Dokler sistem koncentriranega lastništva ne bo izpostavljen tržnemu nadzoru, bo vsaka nadaljnja krepitev tega sistema, povzročena s harmonizacijo prevzemne zakonodaje, lahko onemogočila poizkuse izgradnje takega mednarodnega trga prevzemov (Becht idr. 2003).

Tabela 10: Možne posledice reform prevzemne zakonodaje (v prilogi)

3.6 Orodja prevzemne zakonodaje in njihov pomen

Prevzemna zakonodaja bi morala zagotoviti dobro delujoč trg za izvajanje nadzora nad podjetji in zaščiti interese manjšinskih delničarjev ter ostalih zainteresiranih udeležencev. Zakonska orodja, ki se lahko uporabijo, za dosego teh dveh ciljev, so različna in vključujejo: (i) pravilo obvezne ponudbe, (ii) načelo enakega obravnavanja delničarjev, (iii) transparentnost lastništva in nadzora, (iv) pravilo izključitve in izstopa, (v) načelo ena delnica en glas, (vi) pravilo spregleda omejitev in (vii) nevtralnost uprave glede na proti-prevzemne ukrepe. V tej točki se proučuje vlogo vsakega orodja in potencialne posledice za lastniško strukturo in nadzor.

3.6.1 Pravilo obvezne ponudbe (mandatory bid)

Pravilo obvezne ponudbe zagotavlja manjšinskim delničarjem možnost izstopa iz podjetja na podlagi poštenih pogojev. Pravilo zahteva od prevzemnika, da naslovi javno ponudbo (tender offer) na vse delničarje takoj, ko je zbral določen odstotek delnic. Medtem, ko je bila javna ponudba še pred desetletjem obvezna samo v situaciji, v kateri je nek investitor de facto pridobil večinski nadzor (majority control), je danes prevzemni prag znatno nižje.

Pravilo obvezne ponudbe pogosto tudi diktira ceno, ki se postavi v javni ponudbi. Odvisno od nacionalne zakonodaje cena ne sme biti nižja od najvišje cene, ki jo je ponudnik plačal za že predhodno pridobljene delnice. Pogoji obvezne ponudbe temeljijo na predpostavki, da bi nek investitor, ko doseže nadzor, lahko poizkusil črpati zaslužke iz nadzornega deleža na račun manjšinskih delničarjev. Tako je glavni namen obvezne ponudbe v prevzemni zakonodaji predvsem zaščita manjšinskih delničarjev, katerim se zagotavlja možnost izstopa iz podjetja po poštenu ceni.

Čeprav zahteve obvezne ponudbe lahko ublažijo problem izkoriščanja manjšinskih delničarjev, ravno tako tudi zmanjšajo verjetnost, da se bo izvedlo prestrukturiranje podjetja. Poglavitni razlog zato je, da naredi javna ponudba prevzemne transakcije veliko dražje in tako javna ponudba v bistvu že takoj v začetku zavre ponudnika.

Uvedba obvezne ponudbe ima tudi nekaj posledic na lastništvo in strukturo nadzora v sistemu koncentriranega lastništva. (i) Prvič, sistem naredi manj učinkovit, ker zmanjša trgovanje z nadzornimi svežnji, ki je prevladujoč način za prenos nadzora v tem sistemu (Köke in Renneboog, 2005). Posledično tako nadzor ostaja predvsem v rokah neučinkovitih velikih delničarjev. (ii) Drugič, obvezna ponudba zmanjša velikost vlaganj velikih delničarjev, ki so dovoljena brez podajanja javne ponudbe. (iii) Tretjič, višje ponudbene cene v obvezni javni ponudbi, zmanjšujejo pripravljenost prevzemnika, da poda ponudbo za pridobitev lastniških in nadzornih deležev in sistem koncentriranega lastništva bo bolj verjetno še naprej ostal skoncentriran.

Nasprotno koncentriranem sistemu, ostaja k delničarju usmerjen sistem z razpršeno lastniško strukturo z uvedbo obvezne ponudbe praktično nedotaknjen. Čeprav obveznost javne ponudbe lahko zmanjša intenzivnost trga združitvev in prevzemov, so večji problem menedžerji z zelo velikimi pooblastili, vendar oboje ima zelo majhno verjetnost, da bi pripeljalo k bolj koncentrirani lastniški strukturi.

3.6.2 Načelo enake obravnave (*equal treatment*)

Medtem, ko je načelo enake obravnave pomembno načelo korporacijske pravne zakonodaje, je to načelo tudi pomemben element v prevzemni zakonodaji, kjer je omejevanje pravic manjšinskih delničarjev daleč najbolj razširjeno. Načelo zahteva, da se obravnava vse delničarje enako znotraj posameznih razredov. Zahteva enake obravnave je postala osnovno načelo v skoraj vseh zahodnih evropskih državah v 90. letih prejšnjega stoletja. Prvo je bilo uvedeno v Švici in nato v ostalih centralno evropskih državah.

Načelo enake obravnave zahteva od prevzemnika, da ponudi manjšinskim delničarjem izstop po pogojih, ki niso slabši od ponudbe, ki jo je dal delničarjem, od katerih je kupil nadzorni sveženj delnic. Na splošno je vloga načela enake obravnave v prevzemni zakonodaji enaka tudi pravilu obvezne ponudbe, ker imata obe pravili za cilj varovanje manjšinskih delničarjev.

Prevzem načela enake obravnave ima pomemben vpliv na sistem koncentriranega lastništva, vendar nima dejanskega učinka na tržno zasnovan sistem (razpršenega lastništva). V ciljnih podjetjih s koncentriranim lastništvom mora ponudnik ponuditi nadzorno premijo vodilnim lastnikom, ki je primerna potencialnim zaslužkom iz lastnine nadzornih deležev. V kolikor je posredi zahtevana obvezna ponudba, mora ponudnik odkupiti tudi vse preostale delnice po ceni, ki ni nižja od cene, ki jo je plačal za nadzorni delež. Vsled tega kombinacija obvezne ponudbe in načela enake obravnave povečuje stroške prevzema in zmanjšuje ceno, ki jo je ponudnik pripravljen ponuditi nadzornim delničarjem (Davies in Hopt, 2004). Vse to zmanjšuje motive za dajanje ponudb, kot tudi motive vodilnih delničarjev, da sprejmejo ponudbo. Potemtakem je načelo enake obravnave nekakšna dodatna bariera za uspešno delovanje trga za nadzor podjetij v sistemu s koncentriranim lastništvom. Posredi gre za zmanjšanje velikih zaslužkov pri transferju lastniških nadzornih deležev, kar je bolj verjetna posledica zasebnih pogajanj z velikimi lastniki, ki se končajo z nižjimi stroški za ponudnika, kot pa bi se to zgodilo z nakupi na odprtem trgu z razpršenimi lastniki (Bagnoli in Lipman, 1988; Burkart, Gromb in Panunzi, 1997). Ravno tako pa lahko načelo enake obravnave povzroči premike k bolj razpršenemu lastništvu, če zmanjša interes za akumuliranje nadzornih deležev delnic na dolgo obdobje. Nasprotno pa Bebchuk (1999) napoveduje, da bo sistem koncentriranega lastništva zlasti prevladal, če načelo enake obravnave ne bo umeščeno v korporacijsko zakonodajo.

3.6.3 Transparentnost lastništva in nadzora

Pomemben element vodenja podjetij je v razkritju glasovalnih pravic in pravic do denarnih tokov. V vseh zahodnih državah se raje poslužujejo pravil razkritja glasovalnih pravic, kot pa pravic do denarnih tokov (Barca in Becht, 2001). Dejansko so vse te države znižale prage, nad katerimi morajo biti pravice iz nadzornih deležev razkrite. V zgodnjih 90. letih je bil povprečen prag za razkritje državah zahodne Evrope in Skandinavije okrog 9%, medtem ko je bil v ZK najnižji in sicer 3% in v Nemčiji najvišji 25%. V deželah, kot sta Italija in Švedska, je bilo obvezno razkritje glasovalnih pravic vključeno že v zakonodajo že koncem 1992 leta. Z letom 2004 se je povprečni prag zmanjšal na 5%, z najnižjim pragom 2% v Italiji ter najvišjim 10% v Luksemburgu in na Švedskem. Informacije o glavnih lastnikih večjih svežnjev delnic, ki jih odobrava nacionalni zakonodajalec, so potrebne za manjšinske delničarje in trg, da lahko nadzorujejo večje delničarje s ciljem, da se prepreči izplačilo zaslužkov iz nadzornih deležev na račun drugih delničarjev. Poleg tega preglednost omogoča nacionalnemu nadzornemu organu, da razišče naprimer insajdersko trgovanje ali medsebojno trgovanje večjih delničarjev.

Nasprotno pa višji pragi za obvezno razkritje izboljšujejo učinkovitost mehanizmov za sovražni prevzem (Grossman in Hart, 1980). Ponudniki lahko ustvarijo znatne dobičke na vložkih, ki jih realizirajo pod pragom, ki zahteva obvezno razkritje. Razkritje prevzema večinskega deleža običajno alarmira trg, na katerem se ponudba realizira. To povzroči revizijo cen delnic, ki nato pokažejo možne dobičke iz prevzema. Višji kot je prag za razkritje lastništva in obvezne ponudbe, manjše je število delnic, za katere ponudnik plača

polno prevzemno premijo. In obratno, nižanje praga za razkritje lastništva in obvezne ponudbe pa povzroči, da del potencialnih prevzemnih ponudb ne bo realiziran oz. sploh ne bodo predvzete.

Vendar z nižanjem praga za razkritje je zelo malo verjetno, da bomo imeli pomembnejši vpliv na sam nadzor. Po eni strani nižanje praga zmanjšuje ponudnikovo voljo, da sploh poda prevzemno ponudbo, kar lahko vodi k zmanjšanju zunanjega nadzora nad menedžmentom. Po drugi strani pa nižji prag povečuje razkritje informacij in tako tudi pozitivne učinke zaščite vlagateljev. Ni popolnoma jasno, kateri učinek je dominanten, vpliv zategovanja nadzora z razkrivanjem informacij na strukturo lastnikov je nejasen in dvomljiv.

3.6.4 Pravilo izključitve in izstopa (*squeeze-out, sell-out*)

Pravilo izključitve daje nadzornim delničarjem pravico, da *prisili* manjšinske delničarje, ki ne želijo sprejeti javne ponudbe, da prodajo njihove delnice ponudniku po ceni iz javne ponudbe (Becht, Bolton in Röell, 2003). Pravilo izključitve prisili manjšinske delničarje k prodaji, če ponudnik prevzame določen odstotek premoženja podjetja, običajno je to 90%.²⁰ Pravilo tako ponudniku dovoljuje, da pridobi 100% premoženja in ga razbremeni sklepanja pogodb z manjšinskimi delničarji. Pravilo tako zelo vpliva na obnašanje ciljnih delničarjev v času javne ponudbe, s tem zmanjšuje probleme in lahko tudi pripelje do zmanjšanja ponudbene cene.²¹ Ekonomska učinkovitost pravila izključitve je odvisna od tega, kako je določena cena, pri kateri se manjšinski delničarji izključijo. Maugov model (2005) predvideva, da se ekonomska učinkovitost poslabša, če manjšinski delničarji prejmejo višje premije v postopku izključitve. V kolikor so te premije višje od tistih iz javne ponudbe, potem se bo zelo malo manjšinskih delničarjev odločilo, da ponudi svoje delnice v okviru javne ponudbe.

Pravica do izstopa je drugo določilo, ki ima za cilj *zaščititi* manjšinske delničarje, ki imajo pravico, da zahtevajo od prevzemnika, da kupi njihove delnice po poštenu ceni. Pravilo zmanjšuje pritisk na ciljne delničarje, da sprejmejo javno ponudbo. Za posledico ima to pravilo *negativni učinek* na verjetnost izhoda prevzema. Čeprav pravica do izstopa izgleda kot obračunska klavzula napram pravilu izključitve, se v večini zakonodaj uporabljata kot združeni pravili. Evropska Direktiva o prevzemih obravnava obe pravili kot ločeni pravici do izstopa in izključitve.

Tako pravilo izključitve blaži nepričakovana ravnanja manjšinskih delničarjev in pri tem prerazporeja večje prevzemne zaslužke k ponudniku. Poleg tega pravilo izključuje možne

²⁰ V državah obstaja nekaj različic pragov, pri katerih lahko ponudnik izrine manjšinske delničarje. Irska ima najnižji prag – 80%. Običajen prag v državah zahodne Evrope je 90%, medtem ko so Belgija, Francija, Nemčija in Nizozemska uvedle višji prag – 95%. V letu 1998 sta Italija in Švica, ki sta imeli pred tem najvišji prag 98%, le tega znižali na 90%.

²¹ V primeru, ko je ponudba vezana na prag izključitve, delničarji ne morejo zaslužiti na preostalih delnicah. Zato so manjšinski delničarji pripravljeni prodati svoje preostale delnice za ceno iz javne ponudbe. Nenazadnje, ponudnik, ki veže svojo ponudbo prag izključitve, ima možnost večjih zaslužkov.

probleme, ki nastanejo med prevzemnikom in preostalimi manjšinskimi delničarji potem, ko je bila večina ciljnih delnic prevzeta. Zato pravilo izključitve v bistvu *olajšuje prevzeme* in uvedba tega pravila ima pozitivni učinek na razvoj prevzemnega trga. In nasprotno, pravica do izstopa zmanjšuje delež prevzemnih dobičkov in tako odvrča dejavne prevzemnike, da bi podali javno ponudbo. Podobno kot pravilo izključitve, tudi pravica do izstopa eliminira možne konflikte med manjšinskimi delničarji in prevzemnikom oz. večinskimi delničarji. Uvedba obeh pravil bi lahko zmanjšala interes za posest velikih svežnjev delnic in na ta način, bi se lahko zmanjšala koncentracija lastništva na dolgi rok.

3.6.5 Načelo ena-delnica-en-glas (*one-share-one-vote*)

Načelo ena-delnica-en-glas je naravnano proti vsakršnem pogodbenem omejevanju glasovalnih pravic. Dvo-razredne delnice (dual-class shares) z dvojnimi glasovalnimi pravicami, delnice brez glasovalne pravice (non-voting shares) in glasovalne kapice (voting caps) so prepovedane, v kolikor je to pravno načelo uvedeno. Izdaja dvo-razrednih delnic (delnic razreda A/B) in delnic brez glasovalne pravice je omogočala nekaterim delničarjem, da so pridobili nadzor, za kar jim je bilo potrebno investirati manj sredstev. Drug način odklona iz načela ena-delnica-en-glas je pridobivanje nadzora preko piramid. Uvedba vmesnih posredniških holding podjetij, omogoča investitorju na vrhu piramide – končnemu delničarju – da ima nadzor z manjšimi pravicami do likvidnih denarnih tokov.

Potencialna prednost uvajanja diferenciranih glasovalnih pravic je v tem, da se je lahko več podjetij vključilo v borzno poslovanje oz. uvrstilo svoje delnice na borzne kotacije (stock exchange listing). Lastniki podjetij, ki nadzirajo nadzorni delež in mu tudi določajo ceno, se pogosto upirajo, da podjetje preide na javno kotiranje, ker v tem procesu obstaja tveganje, da izgubijo nadzor nad podjetjem. Tako jim odklon od pravila ena-delnica-en-glas omogoča zmanjšati tveganje izgube nadzora.

Becht, Bolton in Röell (2003) so opravili pregled teoretične literature, ki se nanaša na vprašanje, ali odklon od pravila ena-delnica-en-glas izboljšuje učinkovitost prevzemnih mehanizmov. Ugotovili so, da če je lastništvo razpršeno, pravilo ena-delnica-en-glas zagotavlja socialno ugodne rezultate prevzemne ponudbe, ker omogoča ponudniku, da prevzame večino nadzornega deleža. Vendar v nadaljevanju lahko odkloni od pravila škodujejo razvoju nadzora trga nad podjetji. Prvič, izdaja takšnih delnic z različnimi pravicami glasovanja, omogoča nadzor manjšemu številu lastnikov, kar pa naredi prevzem dejansko neizvedljiv brez uporabe pravila spregleda. Drugič, čeprav kršitve pravila ena-delnica-en-glas, kot so glasovalni sporazumi, ki lahko omejijo moč nadzornih delničarjev in zagotovijo večjo zaščito manjšinskih delničarjev, lahko po drugi strani, tudi povečajo pooblastila upravi in s tem odvrnejo potencialnega dobrega prevzemnika (Crespi in Renneboog, 2003). Tretjič, omejitve glasovalnih pravic, kot so glasovalne kapice, predstavljajo pomembno proti-prevzemno orodje, ki odvrne možnega prevzemnika, da bi podal ponudbo. Vendar takšne omejitve glasovalnih pravic zagotavljajo večjo zaščito manjšinskim delničarjem.

Preprečevanje odklonov od pravila ena-delnica-en-glas ima dvojen učinek, tako na lastništvo kot na nadzor. Prvič, izniči bariere do prevzemnega trga in tako varuje investitorje pred oportunističnim obnašanjem uprave. Slednje se lahko odrazi tudi v večji pripravljenosti malih delničarjev, da sodelujejo v financiranju premoženja podjetja, kar vodi k bolj razpršenemu lastništvu. Tako predstavlja pravilo ena-delnica-en-glas enega od najbolj pomembnih orodij iz arzenala vodenja podjetij, posebno za podjetja z razpršeno lastniško strukturo. Drugič, reforme, ki izločajo odklone od pravila, krčijo zaščito manjšinskih delničarjev in povečujejo potencialne zaslužke na nadzornih deležih in spodbujajo koncentracijo lastništva. Tako je vpliv uvedbe načela ena-delnica-en-glas v sistem s koncentriranim lastništvom še vedno dvomljiv, kar je odvisno od tega, ali je učinek iz zmanjšanja zaščite delničarjev naperjen proti oportunističnemu obnašanju uprave, ali je učinek zmanjšanja zaščite izveden z ukinitvijo prevladujočih glasovalnih kapic.

3.6.6 Pravilo spregleda (*break-through*)

En od učinkov kršitve načela ena-delnica-en-glas, ki se dogaja preko delnic dvojnega razreda, delnic brez glasovalnih pravic in glasovalnih kapic, lahko nima učinka, če podjetniško pravo dovoljuje pravilo spregleda. To pravilo omogoča ponudniku, ki je že zbral del ponujenega premoženja, da spregleda obstoječe glasovalne sporazume v ciljnem podjetju in da izvede nadzor v smislu, da se preveri ali je bilo pri glasovanju uporabljeno načelo ena-delnica-en-glas. Naprimer, pred kratkim pridobljeni sveženj delnic, ki vsebuje večino delnic brez glasovalne pravice, se lahko konvertira v večinski delež z glasovalnimi pravicami z uporabo pravila spregleda. Pravilo omogoča in pospešuje reorganizacijo podjetja, ker dovoljuje ponudniku, da obide (*bypassing*) proti-prevzemna orodja in prerazporeja prevzemne zaslužke od obstoječih velikih delničarjev k ponudniku.²² Na ta način pravilo spregleda naredi prenose nadzora izvedljive, ki bi bili drugače nemogoči, zaradi nasprotovanj ciljnih delničarjev, ki posedujejo večino glasovalnih pravic.

Vendar pravilo spregleda ima tudi nekaj pomembnih pomanjkljivosti. (i) Prvič, obstaja protislovje med pravilom spregleda in pravilom obvezne javne ponudbe. Pravilo spregleda omogoča prevzem nadzora z izognitvijo izvajanja določb v členih statuta ciljnega podjetja, ki ga tako ni treba izvesti na običajen način s prevzemom določenega odstotka delnic z glasovalno pravico. Tako pravilo spregleda krši pravico delničarja, da se sam odloča (*decision-making*). (ii) Drugič, da bi se naredila prevzemna ponudba za izvedljivo, pravilo spregleda podpira prevzemne poskuse neučinkovitih, slabih ponudnikov, ki bi v okoliščinah in pod pogoji obvezne javne ponudbe verjetno odstopili od ponudbe. (iii)

²² Berglof in Burkart (2003) dokazujeta, da pravilo spregleda zmanjšuje stroške povezane s prevzemom vseh delnic manjšinskih delničarjev kot je naloženo s pravilom obvezne ponudbe. Primerjala sta ceno prevzema, ki jo je ponudnik pripravljen plačati zato, da bi pridobil 100% delež ciljnega podjetja na podlagi dveh scenarijev: (1) primer pogajanj z vodilnimi delničarji in kasnejša obvezna ponudba in (2) primer direktne javne ponudbe za delnice brez glasovalne pravice (z obvozom glasovalnih pravic večinskih delničarjev) in z naknadno uporabo pravila spregleda. Pokazala sta, da pravilo spregleda zmanjša stroške prevzema v primerjavi z varianto pogajanj z glavnimi delničarji in obvezno ponudbo.

Tretjič, pravilo ne samo, da naredi malo verjeten prevzem za možen, temveč tudi naredi za neuspešne vse poizkuse glavnih delničarjev, da se ubranijo takega prevzema. (iv) In končno, glaven pomislek je, da bo pravilo spregleda sprožilo še večje komplekse piramid in navskrižnih holdingov (Bebchuk in Hart, 2001). Razlog je v tem, da tovrstne glasovalne strukture niso pokrite s pravilom spregleda, ki predvsem meri na glasovalne kapice, delnice brez glasovalne pravice in delnice z več glasovalnimi pravicami. Gledano iz vidika tehnike izvajanja, bi premik k piramidnim strukturam lahko onemogočil večino prednosti pravila spregleda.

Neposredni učinek pravila spregleda na sistem koncentriranega lastništva je zmanjšanje stroškov uspešnih ponudb. To zmanjšanje stroškov pospešuje prevzemne aktivnosti in olajšuje prenose nadzora. Vendar, Berglöf in Burkart (2003) dokazujeta, da pravilo v osnovi spreminja prvotne pogodbe med lastniki nadzornih deležev, posledica tega je določena negotovost v zvezi z lastniškimi pravicami, kar povzroča zmanjšanje spodbud za nadzorne lastnike, da bi investirali v poslovne aktivnosti podjetja. Pravilo tudi izloča njihov veto na transfere nadzornih deležev in s tem zmanjšuje njihove obete glede povračil oz. zaslužkov povezanih z njihovimi nadzornimi deleži. V celoti vzeto to pomeni, da bi uvedba pravila lahko tudi sčasoma povečala razpršitev lastništva. Vendar, glede na preje nakazane možne posledice, bi razrast bolj kompleksnih lastniških struktur, kot so piramide in navskrižni holdingi, ravno nasprotno še ojačal model koncentriranega lastništva. Zato se ponuja zaključek, da dolgoročni učinek pravila spregleda na lastniške odnose ni jasen, ker je odvisen od zmožnosti večinskih lastnikov, da zgradijo piramidne lastniške strukture.

3.6.7 Nevtralnost uprav in proti-prevzemni ukrepi

Čeprav je prevzemni trg mišljen kot zunanji mehanizem vodenja podjetij, ki sili menedžerje, da delujejo v interesu delničarjev, je pogosto vir za še večje razlike med interesi teh dveh strani. Z razrastom prevzemnih groženj, se menedžment ciljnega podjetja sooča z dvema konfliktoma interesov: na eni strani morajo prenos lastniških deležev ustvariti korist za delničarje in na drugi strani se ogroža stalnost njihovih zaposlitev in s tem povezanih bonitet. V kolikor ima menedžment ciljnega podjetja neomejeno moč oz. pooblastila, bo izbrana smer njihovih ukrepov merila predvsem na njihove lastne interese in zato na preprečitvi prevzema. To zahteva postavitev pravil, ki določajo obnašanje menedžmenta in delničarjev v situaciji, ko je prevzemna ponudba neizbežna. Ta pravila predvsem določajo, kdo odloča o tem ali naj se ponudba zavrne ali sprejme, o sprejetju proti-prevzemne obrambe in o pogajalski strategiji s ponudnikom. Ta pravila so uvedla predvsem večja podjetja, kjer je problem pooblastil uprave še posebno pereč.

Obstajata dve varianti, kako ublažiti problem zastopanja uprave v primeru prevzema (Davies in Hopt, 2004). Prva je prenos odločitve, kot je sprejem ponudbe, na lastnike oz. delničarje ciljnega podjetja in odstranitev le-teh iz same uprave. Dejansko mnoge zakonodaje uvajajo nevtralnost uprave v primerih obravnavanja prevzemnih ponudb s tem, da prepovedujejo upravam sprejetje ukrepov, ki bi lahko onemogočili potencialno

ponudbo.²³ Naprimer, uporaba strupenih pilul je prepovedana v večini evropskih držav. Glavni argument v podporo zahtevi po nevtralnosti uprave je, da se omejijo prisilni učinki na ponudbo (Arlen in Talley, 2003). V večini evropskih zakonodaj, mora uprava v času prevzema dejansko postopati nevtralnno, z omejeno možnostjo uporabe proti-prevzemnih ukrepov, dokler neka proti-prevzemna strategija ni potrjena na skupščini delničarjev in še omejitev za ponudbeno stran, prevzemna ponudba se lahko poda samo enkrat (od istega prevzemnika). Kjer sta lastništvo in nadzor skoncentrirana in če zakonodaja zahteva odobritev obrambnih ukrepov z večino delničarjev na skupščini, lahko nadzorni delničarji zelo enostavno zavrnejo kakršenkoli poizkus prevzema.

Druga varianta daje znatna pooblastila upravi za sprejemanje odločitev, ob istočasni možnosti veta, ki ga lahko podajo delničarji. V takem primeru ima uprava pravico, da se pogaja s ponudnikom v korist delničarjev. Ta rešitev blaži problem koordinacije med malimi delničarji v primeru razpršenega lastništva in problem zastopanja drugih delničarjev, kot so naprimer zaposleni. V drugi fazi mora uprava predložiti svoj predlog delničarjem v odobritev ali zavrnitev. Čeprav ta ureditev daje več fleksibilnosti ciljnemu menedžmentu, da ukrepa proti potencialno nezaželenemu ponudniku, s postavitvijo obrambne strategije, tudi tu obstaja več možnosti, da uprava zasleduje predvsem svoje lastne interese. Zato se bodo morala v zakonodajo uvesti dodatna orodja, kot je krepitev neodvisne vloge neizvršnih direktorjev (non-executive directors) in uporaba plačnih pogodb za izvršne direktorje, ki združujejo interese uprave z interesi delničarjev.

Prva varianta učinkovito rešuje potencialne probleme zastopanja med upravo in delničarji ciljnega podjetja. Vendar njena slabost je, da se lahko obrambna taktika uporabi šele, ko je prevzemna ponudba že dana in ne pred tem. Nasprotno temu, druga varianta omogoča menedžmentu hitro reagiranje zlasti v primerih destruktivnih prevzemnih ponudb. Vendar ta mehanizem lahko povzroči problem zastopanja med menedžmentom in delničarji. Obe varianti se uporabljata v realnem svetu. Prva je v uporabi v ZK in v večini kontinentalnih evropskih držav, medtem ko se druga uporablja v ZDA in nekaterih evropskih državah, kot je Nizozemska, Nemčija je uvedla mešanico obeh variant.

Obe varianti nosita posledice ne samo na termine povezane s pomembnimi problemi zastopanja in razvojem trga za zunanji nadzor, temveč tudi na termine vezane na lastništvo. Roe (2002) napoveduje, da bo v pogojih druge variante lastništvo lahko postalo bolj koncentrirano, v kolikor ima menedžment široka pooblastila za uporabo proti-prevzemnih ukrepov in večji so stroški povezani s pooblastili uprave. Če je lastništvo skoncentrirano, prva varianta spodbuja boljšo zaščito manjšinskih delničarjev, ker zmanjšuje moč menedžerjev, da delujejo v interesu velikih delničarjev. V tem primeru bo lastništvo verjetno postalo bolj razpršeno. Vendar to se bo uresničilo samo, če bodo obenem omejene glasovalne pravice nadzornih delničarjev. Ali drugače, lastništvo bo ostalo še bolj trdno v

²³ Primeri takih ukrepov so: poizkusi, da se podjetje naredi manj atraktivno za potencialnega ponudnika, predlog ciljnim delničarjem, da zavrnejo ponudbo in iskanje belega viteza (white knight).

rokah velikih nadzornih delničarjev, če se bo njihova moč vplivanja na odločitve podjetja izvajala neposredno in ne posredno preko uprave.

3.7 Preporod prevzemov in pripojitve v svetu²⁴

Medtem, ko je bil trg prevzemov in pripojitve (M&A) v letu 2004 usmerjen predvsem na dejavnosti znotraj meja posameznih držav, se je leta 2005 izjemno povečala mednarodna dejavnost M&A, ki jo je pospešilo zlasti večje zaupanje v svetovno gospodarstvo. Obseg svetovnih transakcij se je povečal za 32,6% v primerjavi z letom 2004 in dosegel vrednost 2,6 milijarde ameriških dolarjev (USD). Doseženih 23.959 transakcij pomeni najvišjo vrednost po letu 2000.

3.7.1 Spodbujevalci M&A dejavnosti

Visoka stopnja zaupanja menedžmenta finančnega sektorja v svetovno gospodarstvo je očitno pospešila aktivnosti na področju M&A. Kljub temu pa optimizem ni napihnil vrednosti transakcij, ki so obdržale enake prevzemne premije kot leta 2004. V letu 2005 so v povprečju znašale 15,2%, kar obenem pomeni eno najnižjih povprečnih prevzemnih premij v zadnjih šestih letih.

Obenem so na porast dejavnosti M&A vplivala sproščena finančna sredstva, ki so jih podjetja akumulirala v prejšnjih letih, v letu 2005 pa namenila za prevzeme in pripojitve. Tako je bilo kar 55% pripojitve financiranih z gotovino. Obenem so nizke obrestne mere spodbujale podjetja k zadolževanju za financiranje prevzemov in pripojitve s koriščenjem učinka finančnega vzvoda (t.i. leverage učinka).

3.7.2 Globalni trend

Tabela 11: Globalni pregled aktivnosti M&A po dejavnostih glede na obseg in število realiziranih poslov (v prilogi)

Slika 11: Globalni pregled aktivnosti M&A po dejavnostih v % (v prilogi)

Konsolidacija finančnega sektorja je bila z 22% deležem tudi v letu 2005 glavno gibalno globalne aktivnosti M&A. Področje komunikacij je s transakcijami v višini 447 milijard USD in povečanjem deleža na 17,2% doseglo ponoven vzpon. Pri treh od desetih največjih poslov leta so bila vključena podjetja s področja komunikacij (VIACOM, Telefonica SA – O2 PLC, CBC Communications – AT&T corp.).

Visoke cene nafte so povečale obseg transakcij v energetiki, kjer se je delež poslov v obsegu 208 milijard USD povečal za 8%. Druga in tretja največja transakcija sta bili izvedeni med podjetji v energetiki (Gas Natural SDG SA je prevzel ENDESA SA, Conocophillips pa Burlington Resources SA). Največji posel leta je opravil Procter &

²⁴ Povzetek internetnega članka: Uroš Grah, Iteo-Relacije, letnik 12, julij 2006.

Gamble co., ki je prevzel Gillete Company. Skupna vrednost posla je znašala 57 milijard USD.

3.7.3 Pričakovanja v ZDA

V Ameriki so z 8.381 transakcijami, ki so skupaj dosegle vrednost 1,088 milijarde USD, dosegli največji obseg in tudi največje število transakcij. Kljub tako velikemu obsegu aktivnosti M&A je raziskava o pričakovanjih vodilnih finančnikov ameriških proizvodnih podjetij pokazala, da kar 30% sodelujočih pričakuje, da bo njihovo podjetje tudi v prihajajočem letu vključeno v združitve in pripojitve. Delež pričakovanj je presegel pričakovanja preteklega leta in dosegel najvišjo raven v zadnjih osmih letih. Po predvidevanjih se bodo pogostejše združevala javna podjetja, kot pa lastniško zaprta podjetja. V združitvah in pripojitvah bo sodeloval večji delež srednje velikih podjetij ter predvsem izvozno usmerjenih podjetij.

Zanimiva je ugotovitev, da je glede na pretekla leta opazen padec finančnih sektorjev, ki so leta 2005 pričakovali več prevzemov podjetij dosegljivih po nizkih cenah (kupoprodajni mnogokratniki, ki predstavljajo razmerje med doseženo prodajno ceno in donosom pred obračunom obresti, davkov in amortizacije, so dosegali višje vrednosti, kar pomeni, da so bile vrednosti transakcij visoke). Takšen trend se zaznava že drugo leto zapored, tako je bilo po pričakovanjih finančnikov leta 2003 kar 38% podjetij dosegljivih po nizkih cenah, leta 2004 je ta delež padel na 27%, v zadnji raziskavi pa že na 20%. Pogosto je težko utemeljiti kupoprodajne cene transakcij z lastniškimi deleži, ker so odvisne od številnih strateških dejavnikov, ki so širši javnosti deloma nepoznani. Kljub temu nekateri takšno stanje poizkušajo pojasniti z utemeljitvijo, da povečano pričakovanje aktivnosti M&A dejansko povzroči večje povpraševanje po pripojitvah (oz. po ciljnih podjetjih), kar na koncu poveča tudi kupoprodajne cene transakcij s ciljnimi podjetji.

3.7.4 Pričakovanja v Evropi

Nivo aktivnosti M&A v Evropi še vedno ni dosegel absolutnega vrha iz let 1999 in 2000 oz. iz obdobja "internetnega mehurčka", kljub temu se je za izrednih 36,2% povečal obseg vrednosti transakcij. K tako visoki rasti evropskega trga je največ prispevala Nemčija, ki je obseg dejavnosti M&A glede na preteklo leto kar podvojila. Vrednost transakcij v Nemčiji je tako znašala 108 milijard USD, v ZK 270 milijard USD, Franciji 95 milijard USD in v drugih zahodno evropskih državah 398 milijard USD. Vrednost transakcij na celotnem evropskem trgu je dosegla 1,001 milijarde USD tako, da skupaj z ameriškim trgom dosega kar 80% vseh M&A aktivnosti v svetu.

Medtem, ko ZDA prevladujejo s številom sklenjenih poslov, je Evropa za 69% povečala vrednost odkupov, financiranih z lastniškim kapitalom. Poleg tega so lastniško zaprta podjetja (nejavna podjetja) pristopala k večjim transakcijam na podlagi konzorcijev investitorjev. Osem od desetih največjih transakcij nejavnih podjetij so izvedli konzorciji investitorjev, v katere je bilo vključeno večje število podjetij. Analitično bonitetna družba

Standard&Poor's je napovedala, da bodo v letošnjem letu na področju M&A najbolj dejavni predvsem v letalski in vojaški industriji, industriji gradbenih materialov in telekomunikacijah. Prav tako se pričakuje zmerna do visoka aktivnost pričakuje pri potrošniških izdelkih, v medijih, jeklarstvu in rudarstvu.

Po mnenju nekaterih analitikov so v Evropi razmere za sklepanje M&A dejavnosti vsaj v prvi polovici leta 2006 izredno ugodne. Takim napovedim naj bi predvsem botrovalo zavedanje evropskih menedžerjev o nujnosti združevanja podjetij za uspešen boj z neizprosno globalno konkurenco. Ker so evropske države sorazmerno majhne, je za podjetja pogosto edina pot mednarodna aktivnost M&A. Slednje je tudi razvidno iz *Slike10*, ki prikazuje skoraj dvakratno povečanje mednarodne aktivnosti M&A na območju Evrope.

Slika 10: Globalni pregled mednarodne aktivnosti M&A glede na izvor podjetij

Izpostaviti velja dejstvo, da se je obseg transakcij M&A v vzhodni Evropi povečal kar za 150% glede na preteklo leto (predvsem na račun nakupov podjetij v Rusiji). Kljub temu je skupna vrednost transakcij z 98 milijardami USD oz. 9,6% celotnih evropskih transakcij, še vedno precej nizka.²⁵

4 Zaključek

Točka, na kateri se večina raziskovalcev in političnih komentatorjev danes strinja je, da je vodenje podjetij oporni steber za ustvarjanje premoženja in temeljni vidik podjetniških financ. Iz analiz azijske in ruske krize in nedavnega propada Enrona izhajajo, da lahko slaba ali koruptivna praksa vodenja v bankah in podjetjih znatno poglobi finančne krize, v kolikor jih neposredno ne povzroči. Danes je široko sprejeto oz. ugotovljeno, da je učbeniška opredelitev podjetij, kot objektov za maksimiziranje dobička preko tehnološke produkcije, preveliko poenostavljanje in da so temeljni problemi finančnega in investicijskega procesa v zastopanju in nadzoru podjetij.

Druga splošna točka strinjanja je, da je razpršeno lastništvo rezultat "vakuuma pooblastil", kar povzroča razrast problema zastopanja. Dokler ne bodo izvršni direktorji primerno finančno motivirani in ustrezno nadzirani, se bodo slednji zavzemali predvsem za maksimiziranje neto sedanje vrednosti podjetja in bodo sprejemali odločitve, ki koristijo predvsem njim na škodo oz. strošek podjetja. V zadnjem desetletju so postale delniške opcije zelo popularna in sporna oblika finančne spodbude za izvršne direktorje. Opcije so neučinkovite, v kolikor ne temeljijo na ustvarjenih rezultatih poslovanja, ki so merljivi naprimer z vrednostjo delnic glede na vrednost delnic v panogi ali z borznimi indeksi. Ker v praksi temu ni tako, so opcije ustvarile nove probleme, ker napeljujejo izvršne direktorje,

²⁵ Vsa navedena dejstva in pričakovanja, predvsem glede povečane mednarodne aktivnosti M&A v pomembnih slovenskih zunanjetrgovinskih partnericah, bi lahko predstavljala možnosti za iskanje strateških partnerjev tudi za marsikatero slovensko podjetje. Ob tem se bolj izpostavlja vprašanje, ali bodo naša podjetja znala izkoristiti stanje "vzgonskega vetra".

da prireajo rezultate poslovanja, ki posledično vplivajo na cene delnic. In končno, posledično so opcije vzrok za enega glavnih konfliktov interesov, ki nastane, ko si direktorji izposodijo sredstva od podjetja za "nakup" njihovih delniških opcij.

Na splošno je ugotovljeno, da so sovražni prevzemi vedno bolj redek pojav. Tako predstavljajo bolj skrhan instrument za nadzor podjetij. V splošnem tudi velja ugotovitev, da so se podjetja s proti-prevzemnimi obrambami dobro zaščitila pred sovražnimi prevzemi (z izjemo ZK). Obstaja tudi veliko dokazov, da glavne koristi od sovražnih prevzemov imajo predvsem ciljni delničarji in da so glavni "izgubarji" prevzemni delničarji in ciljni menedžment. Poleg tega je povprečje skupne vrednosti prevzemnih in ciljnih podjetij v sovražnih prevzemih zelo blizu vrednosti nič oz. ne odstopa kaj dosti od te vrednosti. Z drugimi besedami, ne obstajajo dokazi, da bi v povprečju sovražnih prevzemov prihajalo do ustvarjanja nove neto vrednosti. In končno, obstoječa evidenca o sovražnih prevzemih nakazuje, da ima grožnja sovražnega prevzema zelo vprašljiv učinek discipliniranja na menedžment.

Obstaja načelno soglasje, da je neposredna intervencija delničarjev zelo težko izvedljiva in da ima zelo vprašljiv učinek. Tako imajo borbe za pravice zastopanja zelo malo možnosti, da bi porazile izvršni menedžment. Izpodbojne tožbe delničarjev imajo vprašljiv učinek zaradi pomanjkanja dokazov o protizakonitem delovanju. Razpoložljive empirične ugotovitve, ki so na razpolago samo v ZDA, kažejo na to, da imajo nedvomno korist od tožb samo vpleteni odvetniki, koristi delničarjev, ki jih slednji zastopajo, so manj jasne. Nadalje je ugotovljeno, da je disciplinski učinek tožb na položaj in premoženje menedžmenta minimalen ter vpliv na alternativne oblike nadziranja zelo dvomljiv.

Ena od neprijetnih in težko rešljivih ugotovitev analiz, je šibkost nadzora trga. Celo v državah, kjer sta nadzor glasovalnih pravic in lastništva razpršena, menedžment nadzor pogosto ni sporen. Orodja, kot so strupene pilule, proti-prevzemna statutarna določila, opcije za glasovalne svežnje prijateljskim partnerjem in glasovalne kapice, se lahko uporabijo za omejitev nadzora zunanjega investitorja. Razpršitev glasovalnih pravic podcenjuje pomembnost zunanjega nadzora v državah kot sta ZK in ZDA, ki ga tako ima menedžment in ne tržni nadzor. Osnovna razlika ni toliko med tržnim in zasebnim nadzorom, temveč med menedžment in zasebnim nadzorom.

Nekatera zapostavljena vprašanja v raziskavah vodenja podjetij, so postala težišče razprav ob propadu Enrona. Pregleduje se vloga večjih revizijskih podjetij v vodenju podjetij in iščejo se boljši načini za upravljanje s kompromisi med resnim, nepopustljivim revizijskim delom in splošnim svetovalnim poslovanjem. Podobno obstaja konflikt interesov povezan z Wall Street analitiki, katerih podjetja so tudi vpeta v financiranje podjetij. Tako revizijska dejavnost kot finančno servisna industrija povečujeta kvorum neraziskanih vprašanj, kot je potencialen učinek prekomerne koncentracije področij delovanja na eno podjetje in stopnja samo-reguliranja, do katere je samo-reguliranje še učinkovito v omejevanju neprimerne obnašanja.

Potrebno je opozoriti, da imajo podobne spremembe zakonodaje lahko zelo različne učinke na sistem vodenja podjetij. Naprimer, medtem ko v posameznih državah sprejem določenega prevzemnega pravila lahko vodi k bolj razpršenemu sistemu lastništva, lahko v drugi še okrepi koncentriran sistem lastništva. Nadalje obstajajo zelo velike razlike med državami članicami glede določanja pravil obvezne ponudbe, predvsem glede določanja praga za obvezno ponudbo in določanja minimalne ponudbene cene. Obstajajo tudi zelo velike razlike v določilih pravila o izključitvi in porazdeljevanju pooblastil za sprejemanje odločitev med upravo in delničarji. Ne nazadnje le obstajajo dokazi o postopnem približevanju, vendar ni nujno, da bo bodo različni sistemi vodenja resnično konvergirali v nek enoten sistem vodenja podjetij.

V celoti se lahko trdi, da obstaja tendenca približevanja evropske prevzemne zakonodaje k obliki upravljanja v ZK, kar pomeni premik k delničarju usmerjen sistem za razliko od ameriškega sistema vodenja podjetij, kjer dominira menedžment. Naprimer, evropske države so se strinjale, da je pravilo enakega ravnanja eden od osnovnih principov korporacijskega prava. Ravno tako je sprejet način postopnega zbliževanja k sprejetju obvezne ponudbe in pravilom o izključitvi. Uvod v nižje javne prage nadzora je ravno tako pomemben, kot odprava delnic z več glasovalnimi pravicami, medtem ko se še vedno dovoljuje uporaba delnic brez glasovalne pravice. Vse to lahko nakazuje, da obstaja močna tendenca približevanja anglo-ameriškemu sistemu vodenja.

Postavlja se trditev, da anglo-ameriški na trgu osnovan sistem zagotavlja boljše okolje za začetek, odpiranje novih podjetij, nove tehnologije in ponovno zaposlitev virov v nove bolj rentabilne linije poslovanja. Medtem, ko je koncentriran (bančni) sistem morda bolj primeren za učinkovitejše upravljanje z obstoječimi tehnologijami. Nobenih dokončnih oz. neizpodbitnih dokazov za te trditve ni na razpolago (Becht, Bolton in Röell, 2002). Ob problematiki, s katero se sooča Evropa in pri kateri je glavni problem staranja prebivalstva in s tem povezani pritiski na socialne reforme, ki se jih nihče ne upa lotiti oz. se pod pritiski širokih javnosti izvajajo v omejenem in upočasnjem obsegu, je prevladalo spoznanje, da sistem koncentriranega lastništva ne omogoča dovolj spodbud za tak razvoj. Evropa je z reformami prevzemne zakonodaje in predvsem z načinom izpeljave, ki ga omogoča celoten konstitutivni sistem evropskih institucij, vsekakor prevzela iniciativo v celotnem procesu. S prevzemnim valom leta 2005 je tudi pokazala, da ni samo "stara dama" in da ima še velike potencialne in če se bo ta proces nadaljeval tudi v letu 2006 (kljub dvigu obrestnih mer), bo to dober pokazatelj, da se je marsikaj premaknilo, da so se pokazali znaki delujočega trga M&A in s tem povezanega trga nadzora podjetij. Ob splošnem strinjanju z načelom enake obravnave, bo velik uspeh Evrope izpolnitev ciljev harmonizacije in transparentnosti. Slednje bo vsekakor omogočilo nadaljnji razvoj, nove investicije v nove tehnologije, v nova delovna mesta ipd.

Institucionalne spremembe so naravnane, da se počasi, postopno dogajajo in nikakor ne kot veliki pok. To pojasnjuje, zakaj internacionalizacija ne vodi k hitrejši konvergenci nacionalnih modelov vodenja podjetij. Rezultat je pogosto križanje, mešanje

(hybridization) modelov vodenja podjetij, kjer se prakse, ki so bile razvite v eni nacionalni ureditvi, prenesejo v drugo in so podvržene prilagoditvam, da se morejo spojiti z drugačno prakso vodenja podjetij (Pieterse, 1994).

Glede Slovenije je težko kaj drugega reči, kot da smo "pridna" evropska članica, ki vedno sledi napotkom in smernicam Evropske unije ter tudi zgledom. Razvoj na področju vodenja podjetij v Sloveniji je očitno podrejen ustvarjanju novih elit in to niti ni slabo, ker se na eni strani ustvarjajo lastniki z jasno identiteto in odgovornostjo, kar je zelo pomembno za izvajanje nadzora, na drugi strani pa bo prišlo do prestrukturiranja lastništev v množici sicer privatiziranih javnih podjetij (brez jasnih lastnikov). Do kam se bo proces zapeljal, je težko napovedati. Predstoječi menedžerski prevzemi naj ne bili sporni, če bi se odvili po pravilih ameriške prakse vodenja podjetij, ko menedžerji v MBO prevzemih sklepajo koalicije z zaposlenimi in pri tem ne prihaja do večje koncentracije lastniških deležev (za kar poskrbi tudi ustrezna zakonodaja). V Sloveniji obstaja kar velika možnost, da bo nadaljnja konsolidacija lastništev pomenila še dodatno "betoniranje" le-teh, kar pa ne bo dobro za naš nadaljnji razvoj. Ob vseh akcijah pridobivanja tujih investicij, vse prevečkrat dobivamo en sam odgovor, da je glavni problem v tem, da je naš trg kapitala nelikviden in nad tem se je potrebno zamisliti.

Literatura

1. Arlen Jennifer, Eric L. Talley, 2003, Unregulable Defenses and the Perils of Shareholders Choice, *NYU Public Law Research Paper* 60, 1-47.
2. Bagnoli Mark, Barton L. Lipman, 1996, Stock Price Manipulation Through Takeover Bids, *RAND Journal of Economics*, Vol. 27, No. 1, 124-147.
3. Barca Fabrizio, Marco Becht, 2001, The Control of Corporate Europe, *Oxford: Oxford Univercity Press*, 46-154.
4. Bebchuk A. Lucian, 1999, A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control, *NBER Working Paper* 7203, 1-46.
5. Bebchuk A. Lucian, Alma Cohen, Allen Ferrell, 2004, What Matters in Corporate Governance?, *Olin Discussion Paper No. 491*, 1-59.
6. Bebchuk A. Lucian, Oliver Hart, 2001, Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control, NBER Working paper series, *Working Paper* 8633, 1-42.
7. Bebchuk A. Lucian, Oliver Hart, 2002, Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control; European Corporate Governace Institute, *Finance Working Paper No. 04*, 1-35.
8. Becht Marco, Ailsa Röell, 1999, Blockholding in Europe: An International Comparison, *European Economic Review No.43*, 10-49.
9. Becht Marco, Colin Mayer, 2001, Corporate Control in Europe; Oxford University Press, *Columbia Law Review No. 58*, 1212-1225.
10. Becht Marco, Patrick Bolton, Ailsa Röell, 2003, Corporate Governance and Control, European Corporate Governace Institute, *Finance Working Paper No. 14*, 1-172.
11. Berglöf Erik, Anete Pajutse, Emerging Owner, Eclipsing Markets? - Corporate Governance in Central and Eastern Europe, *Oxford University Press*, 1-40.
12. Berglöf Erik, Mike C.Burkart, 2003, European Takeover Regulation, Stockholm School of Economics, *Economics Policy No. 36*, 173-208.
13. Bolton Patrick, Ernst-Ludwig von Thadden, 1998, Blocks, Liquidity, and Corporate Control, *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 1, 1-25.
14. Bortolotti Bernardo, Mara Faccio, Reluctant Privatization, 2006, AFA 2006 Boston Meetings Paper, ECGI, *Working Paper No. 40*, 2-14.
15. Bratton W., J. A. McCahery, 1999, Comparative Corporate Governance and the Theory of the Firm: The Case Against Global Cross Reference, *Columbia Journal of Transnational Law No. 38 (2)*, 213-297.
16. Burkart Mike, Denis Gromb, Fausto Panunzi, 1997, Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 3, 693-728.
17. Claessens Stijn, Simeon Djankov, Larry H.P. Lang, 2000, The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics No. 58*, 81-112.
18. Claessens Stijn, Simeon Djankov, Larry H.P. Lang, 2000, The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics 58/2000*, 81-112.

19. Crespi-Cladera Rafael, Luc Renneboog, 2003, Corporate Monitoring by Shareholder Coalitions in the UK, ECGI, *Finance Working Paper No. 12/2003*, 1-41.
20. Damijan P. Jože, Aleksandra Gregorič, Janez Prašnikar, 2004, Ownership Concentration and Firm Performance in Slovenia, LICOS Discussion Papers, *Discussion Paper 142/2004*, 1-26.
21. Davis Paul, Klaus Hopt, 2004, The Anatomy of Corporate Law - Beyond the Anatomy (Chapter 9), *Oxford University Press 2004*, 215-226.
22. Dickerson P. Andrew, Heather D. Gibson, Euclid Tsakalotos, 1997, The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence From a Large Panel of UK Firms, *Oxford Economic Papers, New Series, Vol. 49, No.3*, 344-361.
23. Domadenik Polona, Janez Prašnikar, Jan Svejnar, 2001, Restructuring Slovenian Firms in Imperfectly Developed Markets, Paper presented at WDI & CEPR Conference Economics of Transition, Portorož (2001), 1-49.
24. Dyck Alexander, Luigi Zingales, 2004, Private Benefits of Control, An International Comparison, *Journal of Finance No. 59*, 13-37.
25. Faccio Mara, David Stolen, 2004, Expropriation vs. Proportional Sharing in Corporate Acquisitions, Vanderbilt University, Toulouse Business School, *Working Paper Series*, 1-20.
26. Faccio Mara, Larry H.P. Lang, 2002, The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics No. 65*, 365-395.
27. Franks Julian, Colin Mayer, 2001, Ownership and Control of German Corporations, *Review of Financial Studies No. 14*, 943-977.
28. Franks R. Julian, Colin Mayer, Luc Renneboog, 2001, Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies?, *CEPR Discussion Paper, No. 2949*, 1-29.
29. Goergen Marc, Martina Martynova, Luc Renneboog, 2005, Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms, *Law Working Paper No. 33*, 1-36.
30. Grah Uroš, Globalni preporod prevzemov in pripojitve, *Iteo Relacije, Letnik 12, Številka 1, julij 2006*, 1-3.
31. Gregorič Aleksandra, 2003, Corporate Governance in Slovenia: An International Perspective, *Ph.D. Dissertation*, Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta.
32. Gregorič Aleksandra, Cristina Vespro, Block Trades and the Benefits of Control in Slovenia, ECGI, *Working Paper Series in Finance No.29/2003*.
33. Grossman J. Sanford, Oliver D. Hart, 1980, Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, *The Bell Journal of Economics, Vol. 11, No. 1*, 42-64.
34. Gutierrez Maria, Josep A. Tribo, 2004, Private Benefits Extraction in Closely-Held Corporations: The Case for Multiple Large Shareholders, *Finance Working Paper, No. 53/2004*, 1-43.
35. Hopt J. Klaus, 2002, Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance After Enron, *Law Working Paper, No. 05/2002*, 446-488.

36. Kocbek Marijan, Nina Plavšak, Peter Premk, 1997, Zakon o prevzemih (ZPre), Gospodarski Vestnik, Ljubljana 1997, *Zbirka Nova slovenska zakonodaja*, 7-235.
37. Köke Jens, Luc Renneboog, 2005, Do Corporate Control and Product Market Competition Lead to Stronger Productivity Growth?, *The Journal of Law and Economics*, Vol. 48, 475-516.
38. La Porta Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, 1999, Corporate Ownership Around the World, *The Journal of Finance* No 54 (2), 471-517.
39. La Porta Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, 1999, Investor Protection and Corporate Governance, *NBER Working Paper Series*, 1-40.
40. Maug G. Ernst, 2005, Efficiency and Fairness in Minority Freezeouts: Takeovers, Overbidding, and the Freeze-in Problem, *ECGI, Working Paper Series*, 1-28.
41. Maul Silja, Athanasios Koulouridas, 2004, The Takeover Bids Directive, European Commission, *German Private Law No. 4*, 355-366.
42. Nenova Tatiana, 2003, The Value of Corporate Voting Rights and Control: a Cross-country Analysis, *Journal of Financial Economics* No. 68, 325-351.
43. Pahor Marko, 2003, "Causes and Consequences of Companies"- Activity in An Ownership Network, *Ph.D. Dissertation*, Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta.
44. Pahor Marko, Janez Prašnikar, Anuška Ferligoj, 2004, Building a Corporate Network in a Transition Economy: The Case of Slovenia, *Post-Communist Economies*, Vol. 16, Issue 3, 307-331.
45. Rau P. Raghavedra, Teo Vermaelen, 1997, Glamour, Value and the Post-acquisition Performance of Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics* 49(1998), 223-253.
46. Roe J. Mark, 2000, Political Preconditions to Separating Ownership from Control, *Stanford Law Review* No. 53, 539-606.
47. Roe J. Mark, 2002, Corporate Law's Limits, *The Journal of Legal Studies*, Vol. 31, 233-271.
48. Simoneti Marko, Andreja Böhm, Marko Rems, Matija Rojec, Jože P. Damijan, Boris Majcen, 2001, Secondary Privatization in Slovenia: Evolution of Ownership Structure and Company Performance Following Mass Privatization, *CASE Reports* No.46, 1-48.

Viri

1. Direktiva evropskega parlamenta in sveta 2004/25/ES o ponudbah za prevzem, z dne 21.4.2004, Uradni list Evropske skupnosti št. L 142/12, izdan dne 30.4.2004.
2. DZ RS, Predlog amandmajev na Predlog Zakona o prevzemih (ZPre-1), druga obravnava, EPA 846-IV, z dne 21.6.2006.
3. Predlog Zakona o prevzemih (ZPre-1), prva obravnava, 20.4.2006, EVA: 2006-2111-0041.
4. Sklepi Državnega Sveta na Predlog Zakona o prevzemih (ZPre-1), št.310-09/95-3/16, z dne 21.3.2006.
5. Zakon o prevzemih (ZPre), Uradni list RS, št. 47/1997, z dne 1.8.1997.
6. Zakon o prevzemih (ZPre-1), Uradni list RS, št. 79/2006, z dne 27.7.2006.

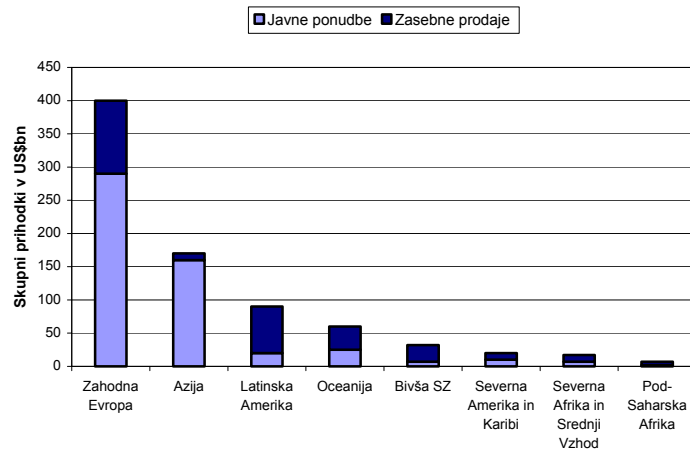
Slovar

agency theory	teorija zastopanja
agents	zastopniki s specialnimi znanji (menedžerji)
average/median shareholder	srednji delničar
benchmark	referenčna norma
bidder	ponudnik, prevzemnik
blockholders control	nadzor večinskih delničarjev
board of directorates	upravni odbor
breach of trust	zlom zaupanja
break-through rule	pravilo spregleda
cash-flow right	pravica do likvidnih denarnih tokov
charge holders	upniki
closely held corporation	podjetje s koncentriranim lastništvom
conditional tender offer	pogojna javna ponudba
control rights	nadzorne pravice
convergence	usmeritev k isti točki, približevanje
corporate governance	vodenje podjetij
cross-holdings	križni holdingi (lastništva)
debt holders	imetniki terjatev
dual boards system	dvotirni sistem uprav
dual-class shares	delnice dvojnega razreda
entrenchment behaviour	obrambno obnašanje
equal treatment principle	načelo enake obravnave
equitable price principle	načelo pravične cene
evergreen plans	letni načrti z rezervacijo določenega % delnic za nagrade
explicit incentives	neposredne spodbude
family	družina (kot končni lastnik)
fiduciary duties	zaupane dolžnosti
fixed claimholders	imetniki znanih fiksnih terjatev
floor-level job control	delavski (proizvodni) nadzor
gamble for resurrection	tveganje ponovne oživitve (zagona)
golden parachutes	zlata padala (oblika odpravnine)
golden share	zlata delnica
holdup problem	problem roparskega napada (razlastitve)
hybridization	mešanje, križanje
implicit incentives	posredne spodbude
incumbent blockholders	notranji večinski lastniki

incumbent owners	člani uprave in druge pooblaščne osebe, ki imajo v lasti delnice podjetja
independent director	neodvisni nadzornik
initiation rights	ustanovitelske pravice
interlocking directors	kadrovsko povezani direktorji – nadzorniki
<i>keiretsu</i>	oblika japonskih križnih holdingov
leverage buyout – LBO	odkup podjetja s finančnim vzvodom
liquidity trade off	likvidnostna razprodaja, odprodaja zaradi likvidnosti
listed company	javno podjetje
majority blockholder	večinski delničar
mandatory bid rule	pravilo obvezne ponudbe
managerial entrenchment	obrambno vkopavanje uprave
marginal shareholder	mali delničar
market of corporate control	trg nadzora podjetij
minority shareholders	manjšinski delničarji
multiple control chain	večkratna nadzorna veriga
non-executive director	neizvršni direktor, nadzornik
offeree company	ciljno podjetje
one-share-one-vote principle	načelo ena-delnica-en-glas
opt-in	odločiti se za
optional arrangement	izbirna ureditev
opt-out	odločiti se proti
principals	pooblastitelji – delničarji, posojilodajalci, zaposleni, komitenti idr.
proxy voting contest	borba za pooblastila zastopanja
reciprocity principle	načelo recipročnosti
risk-bearing shareholders	delničarji nosilci tveganja
sell-out right	pravica do izstopa
shareholder value	vrednost (protivrednost) lastništva
squeeze-out right	pravica izključitve
staggered (classified) board	terminsko voljena uprava
stewardship theory	teorija nadzorstva
toehold	oporni delež
ultimate ownership	končni lastnik
widely held company	podjetje z razpršenim lastništvom

Priloge

Slika 1: Privatizacijski prihodki po regijah 1977 – 1997



Vir: Becht Marco, Bolton Patrick, Röell Ailsa, 2002, str. 167.

Tabela 1: Preračun lastniških in glasovalnih pravic kapitalne strukture podjetja Realia

Vrsta delnic	Število delnic	Glasovalne pravice	Število glasov	Odstotek delniškega kap.	Odstotek glasov
A – delnice	2,641 mio	1	2,641 mio	5,8%	38,09%
B – delnice	42,922 mio	1/10	4,292 mio	94,2%	61,91%
Skupaj	45,563 mio		6,933 mio	100%	100%
Delničarji		A – delnice	B – delnice	Lastniški d.	Nadzorni d.
Columna Fastigheter		1,933 mio	14,007 mio	35,0%	48,1%
Lingfield Investments		-	6,259 mio	13,7%	9,0%
Družina Eriksson		0,591 mio	0,101 mio	1,5%	8,7%

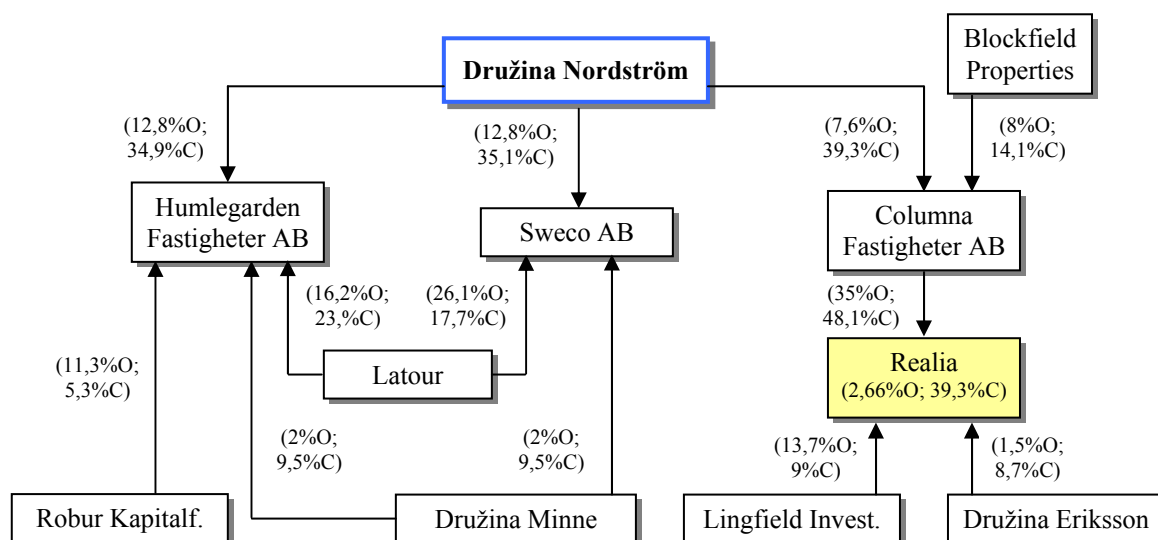
Vir: Faccio, Lang, 2002, str. 38.

Tabela 2: Finančno premoženje institucionalnih investitorjev v OECD državah

	Vrednost premoženja v US\$ bn		Rast premoženja 1990-96	% skupnega premož.OECD 1996	Premoženje kot % GDP		% Pokojnin. skladov 1996	% Zavarov. podjetij 1996	% Invest. podjetij 1996	% premož. v lastniš. kap. 1996	% OECD lastniš. kap. 1996
	1990	1996			1990	1996					
Avstralija	145,6	331,1	127,4	1,3	49,3	83,8	36,3	46,0	14,1	52	1,9
Avstrija	38,8	90,1	132,2	0,3	24,3	39,4	3,0	53,3	43,7	8	0,1
Belgija	87,0	169,1	94,4	0,7	44,4	63,0	6,5	49,0	41,0	23	0,4
Češka rep.	-	(1994) 7,3	-	-	-	-	-	-	-	-	<0,1
Danska	74,2	123,5	66,4	0,5	55,6	67,1	25,2	67,2	7,6	31	0,4
Finska	44,7	71,2	59,3	0,3	33,2	57,0	-	24,6	3,4	23	0,2
Francija	655,7	1.278,1	94,9	4,9	54,8	83,1	-	55,2	44,8	26	3,7
Grčija	5,4	35,1	550,0	0,1	6,5	28,5	41,6	12,3	46,2	6	<0,1
Grendlandija	2,9	5,8	100,0	<0,1	45,7	78,7	79,3	12,1	8,6	6	<0,1
Italija	146,6	484,6	230,6	1,9	13,4	39,9	8,1	30,1	26,6	12	0,6
Japonska	2.427,9	3.563,6	46,8	13,7	81,7	77,6	-	48,9	12,6	21	8,3
Kanada	332,8	560,5	68,4	2,2	58,1	94,6	43,0	31,4	25,7	9	0,6
Koreja	121,9	277,8	127,9	1,1	48,0	57,3	4,9	43,4	51,7	12	0,4
Luksemburg	95,9	392,1	308,9	1,5	926,8	2139,1	0,8	-	99,2	-	<0,1
Madžarska	-	2,6	-	<0,1	-	5,7	-	65,4	26,9	6	<0,1
Mehika	23,1	14,9	-35,5	0,1	8,8	4,5	-	32,9	67,1	17	<0,1
N. Zelandija	-	24,9	-	0,1	-	38,1	-	31,7	17,3	37	0,1
Nemčija	599,0	1.167,9	95,0	4,5	36,5	49,9	5,5	59,2	35,3	14	1,8
Nizozemska	378,3	671,2	77,4	2,6	133,4	169,1	55,2	33,5	9,9	28	2,1
Norveška	41,5	68,6	65,3	0,3	36,0	43,4	14,9	70,1	15,0	20	0,2
Poljska	-	2,7	-	<0,1	-	2,0	-	81,5	18,5	23	<0,1
Portugalska	6,2	37,5	504,8	0,1	9,0	34,4	26,4	27,2	45,1	9	<0,1
Španija	78,9	264,5	235,2	1,0	16,0	45,4	4,5	41,0	54,5	6	0,2
Švedska	169,8	302,9	53,9	1,2	85,7	120,3	2,0	47,3	19,8	40	1,4
Turčija	0,9	2,3	155,6	<0,1	0,6	1,3	-	47,8	52,2	8	<0,1
ZK	1.116,8	2.226,9	99,4	8,6	114,5	193,1	40,1	45,9	14,0	67	16,6
ZDA	6.875,7	13.382,1	94,6	51,5	123,8	181,1	35,6	22,6	25,2	40	59,7
SkupajOECD	15.758,3	26.001,4									
Povpr.OECD			94,6		49,3	83,8	26,3	33,6	24,9	22	

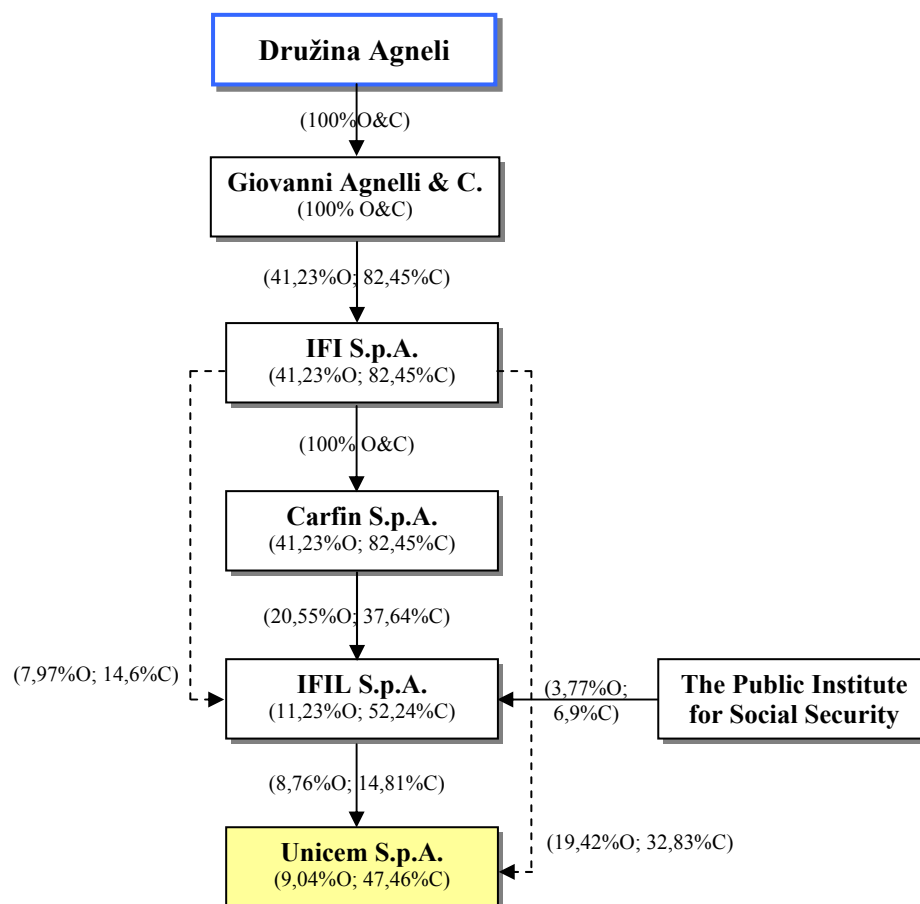
Vir: OECD (2000), Institutional Investors Statistical Yearbook (1998)

Slika 2: Nordström Group (Švedska)



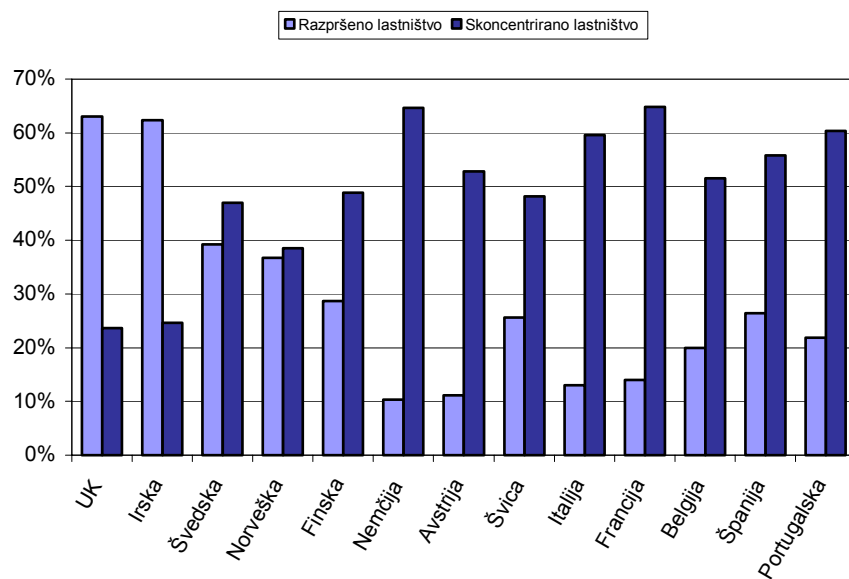
Vir: Faccio, Lang, 2002, str. 38.

Slika 3: Giovanni Agnelli & C. - Unicem S.p.A. (Italija)



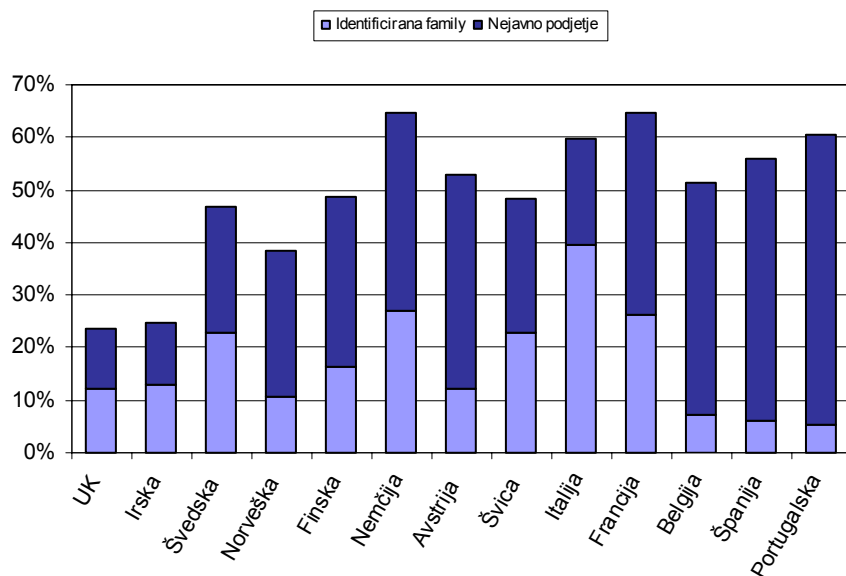
Vir: Faccio, Lang, 2002, str. 39.

Slika 4: Obseg razpršenega in koncentriranega lastništva po državah



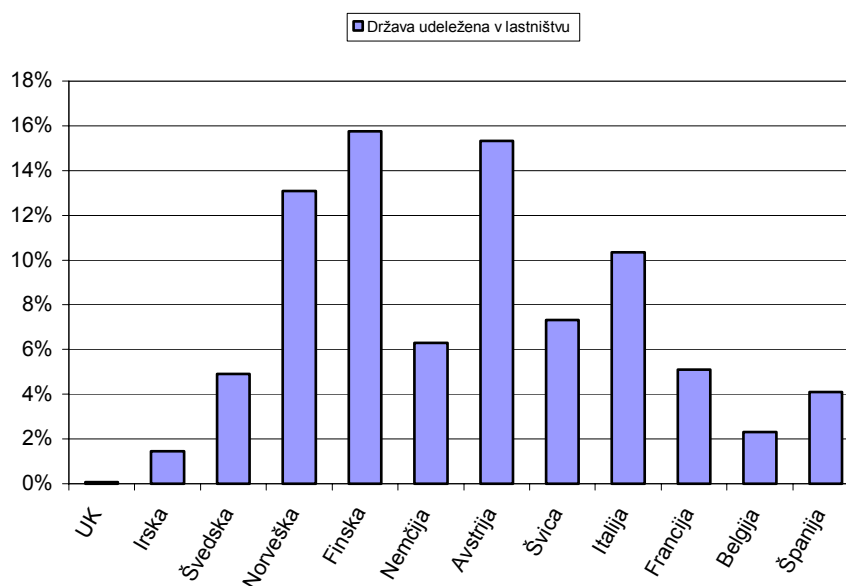
Vir: Faccio, Lang, 2002, str. 32.

Slika 5: Obseg koncentriranega lastništva po državah



Vir: Faccio, Lang, 2002, str. 32.

Slika 6: Državno lastništvo podjetij pri 20 odstotnem pragu



Vir: Faccio, Lang, 2002, str. 32.

Tabela 3: Zbirni prikaz končnega lastništva javnih podjetij

Tabela je narejena na osnovi vzorca 5.232 javnih podjetij in predstavlja odstotke podjetij nadziranih z različnimi lastniki, pri 20% pragu.

Država	Število podjetij	Razpršeno lastništvo	Končni lastnik	razgradba		Državni nadzor	Podjetja z razpršenim lastništvom	Finančne institucije	Drugo*	Prepleteno lastništvo
				Družina	Nejavno podjetje					
Avstrija	99	11,11	52,86	12,12	40,74	15,32	0,00	8,59	11,11	1,01
Belgija	130	20,00	51,54	7,31	44,23	2,31	0,77	12,69	12,69	0,00
Finska	129	28,68	48,84	16,28	32,56	15,76	1,55	0,65	4,52	0,00
Francija	607	14,00	64,82	26,11	38,71	5,11	3,79	11,37	0,91	0,00
Nemčija	704	10,37	64,62	27,03	37,59	6,30	3,65	9,07	3,37	2,62
Irska	69	62,32	24,63	13,04	11,59	1,45	2,17	4,35	5,07	0,00
Italija	208	12,98	59,61	39,50	20,11	10,34	2,88	12,26	1,20	0,72
Norveška	155	36,77	38,55	10,59	27,96	13,09	0,32	4,46	4,54	2,27
Portugalska	87	21,84	60,34	5,17	55,17	5,75	0,57	4,60	6,90	0,00
Španija	632	26,42	55,79	6,25	49,54	4,11	1,64	11,51	0,47	0,05
Švedska	245	39,18	46,94	22,65	24,29	4,90	0,00	2,86	5,71	0,41
Švica	214	27,57	48,13	22,66	25,47	7,32	1,09	9,35	6,31	0,23
U.K.	1.953	63,08	23,68	12,22	11,46	0,08	0,76	8,94	3,46	0,00
SKUPAJ	5.232	36,93	44,29	16,93	27,36	4,14	1,68	9,03	3,34	0,51

* Pod drugo spadajo: večji tuji lastniki, zaposleni, razni skladi (voting trusts), zadružna združenja (cooperatives) in dobrotelne institucije (charities).

Vir: Faccio, Lang, 2002, str. 32.

Tabela 4: Skupni lastniški deleži po skupinah investorjev v slovenskih podjetjih

	1988	1999	2000	2001	2002
Državno nadzirani skladi	20,13	18,92	14,99	12,68	10,24
Privatizacijski investicijski skladi	18,74	20,00	20,46	19,39	19,17
Banke	1,06	1,26	1,18	2,22	1,85
Tuji investitorji	3,03	2,80	3,86	5,51	6,27
Domača podjetja	7,80	11,60	17,80	22,45	26,79
Notranji lastniki	37,52	33,83	29,11	26,80	26,17
Menedžment	2,29	2,26	2,26	2,98	3,58
Manjšinski delničarji	3,39	3,60	4,63	3,58	4,10
Število podjetij	128	136	136	146	148

Vir: Damijan, Gregorič, Prašnikar, 2004, str. 20.

Tabela 5: Število podjetij z dominantnimi lastniškimi skupinami ob koncu 1998 in 2002 leta v SLO

	1998	2002
Državno nadzirani skladi	12	11
Privatizacijski investicijski skladi	22	35
Banke	1	1
Tuji investitorji	4	9
Domača podjetja	16	49
Notranji lastniki	74	26
Menedžment	2	4
Manjšinski delničarji	3	2
Drugo (država)	12	9
Število podjetij	146	146

Vir: Damijan, Gregorič, Prašnikar, 2004, str. 21.

Tabela 6: Povprečni in srednji lastniški deleži prvega, drugega, tretjega in prvih petih največjih delničarjev (150 podjetij)

	1988		1999		2000		2001	
	Povprečje	Sredina	Povprečje	Sredina	Povprečje	Sredina	Povprečje	Sredina
1st	31,75	24,43	36,68	35,03	35,00	29,65	38,50	33,37
2nd	12,98	11,36	13,55	11,72	14,64	12,42	14,69	12,26
3rd	8,38	18,95	7,97	8,90	7,72	8,73	7,63	7,64
C5	58,56	53,19	59,03	56,64	61,86	62,39	64,95	65,02

Vir: Damijan, Gregorič, Prašnikar, 2004, str. 21.

Tabela 7: Število podjetij (N) z določenimi investitorskimi skupinami kot največjimi delničarji in njihova povprečna velikost glasovalnih (lastniških) svežnjev

	1998		1999		2000		2001	
	N	Srednji sveženj	N	Srednji sveženj	N	Srednji sveženj	N	Srednji sveženj
Kapitalski sklad	15	18,48	20	19,64	17	19,77	13	20,02
Odškodninski sklad	3	33,33	5	15,28	4	24,30	7	15,28
Investicijski skladi	41	23,31	53	22,27	50	24,97	38	31,39
Tujci	3	25,03	8	22,27	9	52,00	10	63,80
Domača podjetja	12	34,04	21	33,04	31	49,90	43	44,61
Zaposleni	5	52,54	5	39,10	6	46,16	8	43,16
Posamezniki	4	25,15	8	18,18	10	16,78	10	21,57
Banke	0	0	0	0	2	24,97	4	37,30
Skupaj	106		149		151		151	

Vir: Damijan, Gregorič, Prašnikar, 2004, str. 21.

Tabela 8: Pregled izbirnih sistemov po državah članicah ES

DRŽAVA	9. člen	11. člen	12. člen	DRŽAVA	9. člen	11. člen	12. člen
Avstrija	Opt-in	Opt-out	Opt-out	Litva	Opt-in	Opt-in	Opt-in
Belgija	Opt-in	Opt-out	Opt-in	Luksemburg	Opt-out?	?	?
Ciper	?	?	?	Madžarska	Opt-in	Opt-out	Opt-in
Češka rep.	Opt-in	Opt-out	Opt-out	Malta	?	?	?
Danska	Opt-out	Opt-out	Opt-in	Nemčija	Opt-out	Opt-out	Opt-in
Estonija	?	?	?	Nizozemska	Opt-out	Opt-out	Opt-in
Finska	Opt-in	Opt-out	Opt-out	Poljska	Opt-out	Opt-out	Opt-out
Francija	Opt-in	Opt-out	in/out	Portugalska	Opt-in	Opt-out	Opt-in
Grčija	Opt-in	Opt-in	Opt-in	Slovaška	Opt-in	Opt-out	Opt-out?
Irska	Opt-in	Opt-out	?	Španija	Opt-in	Opt-out?	?
Italija	Opt-in	Opt-out	Opt-in	Švedska	Opt-in	Opt-out	Opt-out
Latvija	Opt-in	Opt-in	Opt-out	ZK	Opt-in	Opt-out	Opt-out

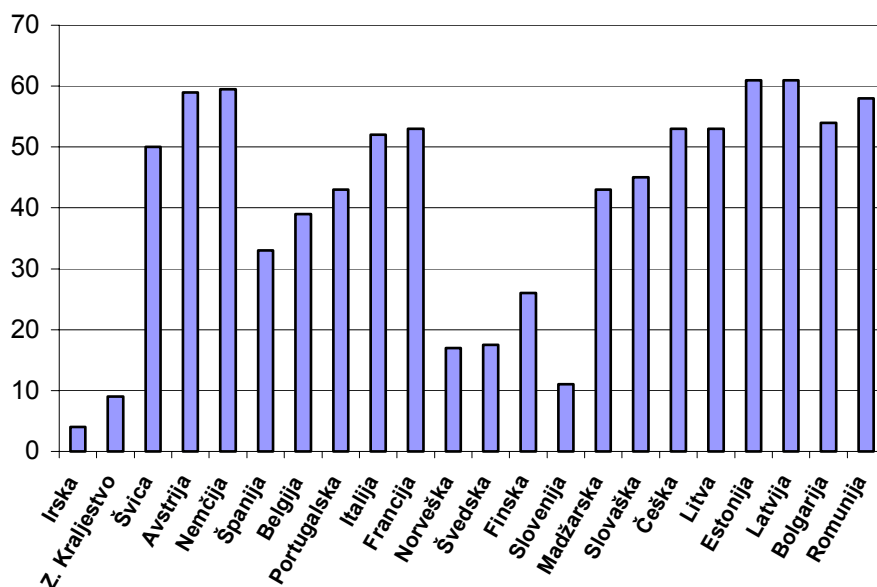
Vir: Evropska komisija, marec 2006; www.freshfields.com

Tabela 9: Reforme prevzemne zakonodaje in njihovi pričakovani vplivi na lastništvo in nadzor v okviru posameznih sistemov vodenja

Osnovne značilnosti sistema	Vrsta prevzemne reforme	Pričakovani učinki na lastniško strukturo
Nizka zaščita vlagateljev (Visoka pooblastila uprav)	Zmanjšanje zaslužkov na nadzornih deležih	Ostaja koncentrirana
Visoka zaščita vlagateljev (Učinkovit zunanji nadzor nad upravo)	Zmanjšanje zaslužkov na nadzornih deležih	Bolj razpršena
Nizki zaslužki iz nadzornih deležev	Izboljšanje zaščite vlagateljev	Bolj razpršena
Visoki zaslužki iz nadzornih deležev	Izboljšanje zaščite vlagateljev	Ostaja koncentrirana

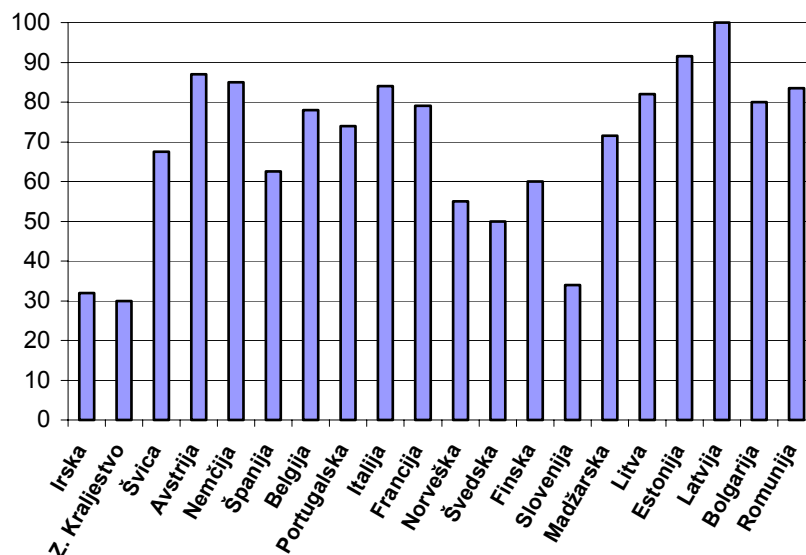
Vir: Goergen, Martynova, Renneboog, 2005, str. 10.

Slika 7: Odstotek javnih podjetij z nadzorom večinskih delničarjev



Vir: Goergen, Martynova, Renneboog, 2005, str. 24.

Slika 8: Odstotek javnih podjetij z nadzorom manjšinskih delničarjev z največ 25% deležem



Vir: Goergen, Martynova, Renneboog, 2005, str. 24.

Opomba: Države so grupirane glede na njihovo izvorno pravo, katere klasifikacijo je postavil La Porta (1997) in glede na širitveni evropski proces. Tako so države grupirane na sledeč način: angleško izvorno pravo (Republika Irsko, Združeno kraljestvo), nemško izvorno pravo (Švica, Avstrija, Nemčija), francosko izvorno pravo (Španija, Belgija, Portugalska, Italija, Francija), skandinavsko izvorno pravo (Norveška, Švedska, Finska), pridružene članice 2004 (Slovenija, Madžarska, Slovaška republika, Češka republika, Litvanija, Estonija, Latvija), v letu 2007 verjetno pridružene članice (Bolgarija, Romunija). Lastništvo se nagiba k ultimativnemu lastništvu. Y-os prikazuje odstotke držav v vsaki skupini, ki so sprejele pravilo.

Tabela 10: Možne posledice reform prevzemne zakonodaje

Elementi prevzemne zakonodaje		Skoncentrirana lastniška struktura			Razpršena lastniška struktura		
		Vpliv na M&A aktivnosti	Vpliv na zaščito manjšinskih delničarjev	Vpliv na lastniško strukturo	Vpliv na M&A aktivnosti	Vpliv na zaščito ciljnih delničarjev	Vpliv na lastniško strukturo
1	Pravilo obvezne ponudbe	Manj trgovanja z nadzornimi svežnji	Boljša zaščita	Večja koncentracija	Manjše M&A aktivnosti	Boljša zaščita	Ni vpliva
1.1	Nižji prag za obvezno ponudbo	Manjše M&A aktivnosti	Boljša zaščita	Večja razpršenost	Manjše M&A aktivnosti	Boljša zaščita	Ni vpliva
1.2	Višja cena pri kateri se mora narediti obvezna ponudba	Manjše M&A aktivnosti	Boljša zaščita	Nejasen vpliv	Manjše M&A aktivnosti	Boljša zaščita	Ni vpliva
2	Načelo enake obravnave	Manjše M&A aktivnosti	Boljša zaščita	Večja razpršenost	Ni vpliva	Ni vpliva	Ni vpliva
2.1	Ni načela o enaki obravnavi	Večje M&A aktivnosti v obliki dvo-rednih ponudb	Razlaščanje manjšinskih delničarjev	Bolj koncentrirana	Večje M&A aktivnosti v obliki dvo-rednih ponudb	Razlaščanje glavnih delničarjev	Večja koncentracija
2.2	Načelo enake obravnave (ob istočasnih visokih zaslužkih na lastniških deležih)	Manjše M&A aktivnosti	Boljša zaščita	Nejasen vpliv (večja razpršenost)	Ni vpliva	Boljša zaščita	Ni vpliva
2.3	Načelo enake obravnave (v primeru nizkih zaslužkov na lastniških deležih)	Večje M&A aktivnosti	Ni vpliva	Večja razpršenost	Ni vpliva	Ni vpliva	Ni vpliva
3	Transparentnost nadzora in lastništva (nižji prag razkritja)	Manjše M&A aktivnosti	Boljša ex ante zaščita	Nejasen vpliv	Manjše M&A aktivnosti	Boljša ex ante zaščita	Nejasen vpliv
4	Pravilo izključitve	Večje M&A aktivnosti	Boljša zaščita	Večja razpršenost	Večje M&A aktivnosti	Boljša zaščita	Ni vpliva
5	Pravica do izstopa	Manjše M&A aktivnosti	Boljša zaščita	Večja razpršenost	Manjše M&A aktivnosti	Boljša zaščita	Ni vpliva
6	Odklon od načela ena-delnica-en-glas	Večje M&A aktivnosti	Nejasen vpliv (Manj zaščite)	Nejasen vpliv	Večje M&A aktivnosti	Nejasen vpliv (Manj zaščite)	Ni vpliva
7	Pravilo spregleda	Večje M&A aktivnosti	Manj zaščite	Nejasen vpliv	Večje M&A aktivnosti	Manj zaščite	Nejasen vpliv
8	Nevtralnost uprave in omejitve proti-prevzemnih ukrepov	Večje M&A aktivnosti	Nejasen vpliv (Boljša zaščita)	Nejasen vpliv	Večje M&A aktivnosti	Nejasen vpliv (Manj zaščite)	Ni vpliva
8.1	Uprava je kreator odločitev, proti-prevzemni ukrepi se lahko predvzamejo šele, ko pride do ponudbe	Večje M&A aktivnosti	Nejasen vpliv	Nejasen vpliv	Večje M&A aktivnosti	Manj zaščite	Ni vpliva
8.2	Uprava je kreator odločitev, proti-prevzemni ukrepi se lahko vgradijo že pred dano ponudbo	Manjše M&A aktivnosti	Nejasen vpliv	Nejasen vpliv	Manjše M&A aktivnosti	Boljša zaščita	Večja koncentracija

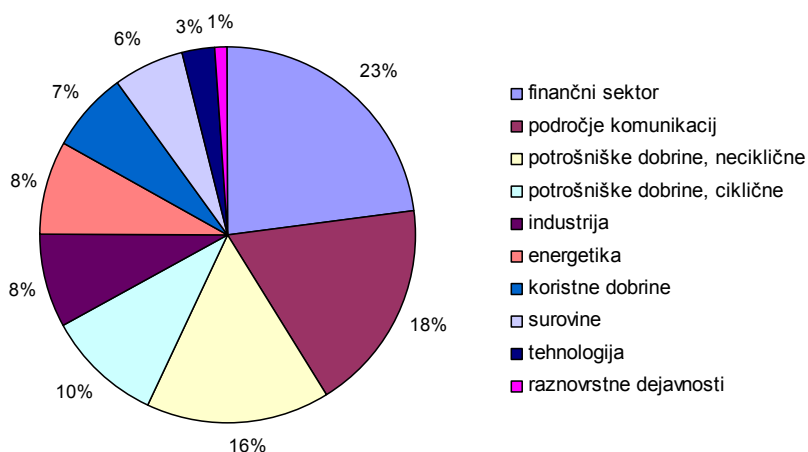
Vir: Goergen, Martynova, Renneboog, 2005, str. 22.

Tabela 11: Globalni pregled aktivnosti M&A po dejavnostih glede na obseg in število realiziranih poslov

Dejavnost	Mesto	Obseg v mio USD	Število poslov
Finančni sektor	1	576.434	4.874
Komunikacije	2	446.655	2.763
Potrošniške dobrine, neciklične	3	423.494	4.369
Potrošniške dobrine, ciklične	4	271.798	3.245
Industrija	5	211.692	3.468
Energetika	6	207.987	1.123
Koristne dobrine	7	194.847	436
Surovine	8	167.473	1.460
Tehnologija	9	85.386	1.836
Raznovrstne dejavnosti	10	22.096	385
Skupaj		2,607.862	23.959

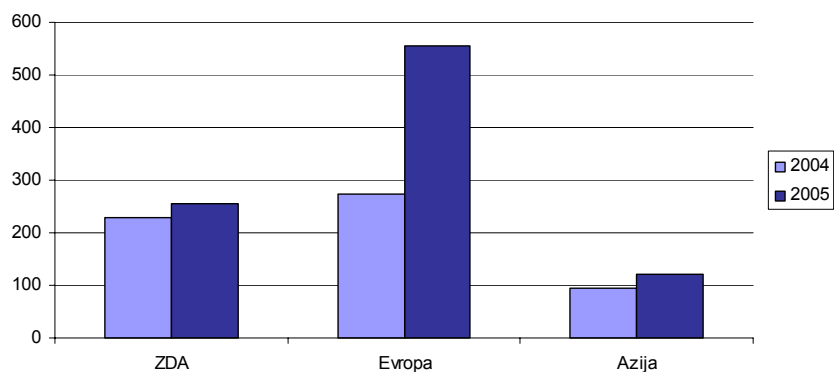
Vir: Iteo-Relacije, Letnik 12, julij 2006

Slika 9: Globalni pregled aktivnosti M&A po dejavnostih v %



Vir: Bloomberg, 2005, Global Financial Mergers & Acquisition Rankings

Slika 10: Globalni pregled mednarodne aktivnosti M&A glede na izvor podjetij



Vir: Bloomberg, 2005, Global Financial Mergers & Acquisition Rankings