

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO  
STRATEGIJE OBRAMBE PRED PREVZEMOM PODJETJA

Ljubljana, september 2010

TINE KOTNIK

## **IZJAVA**

Študent Tine Kotnik izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Mateja Lahovnika, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis: \_\_\_\_\_

## KAZALO

UVOD .....	1
1 PREVZEMI.....	3
1.1 Vrste prevzemov .....	3
1.2 Oblike prevzemov .....	5
1.3 Učinki prevzemov.....	8
1.4 Dejavniki, ki povečujejo verjetnost prevzema.....	11
1.5 Prijateljski in sovražni prevzemi .....	12
2 PREVENTIVNE OBRAMBNE STRATEGIJE .....	13
2.1 Ureditev v Sloveniji .....	14
2.2 Ureditev v Združenih državah Amerike .....	18
3 KURATIVNE OBRAMBNE STRATEGIJE .....	22
3.2 Ureditev v Združenih državah Amerike .....	24
4 PRAVNA UREDITEV UPORABE OBRAMBNIH STRATEGIJ .....	24
4.1 Ureditev v Sloveniji .....	25
4.2 Ureditev v Združenih državah Amerike .....	26
5 ŠTUDIJA PRIMERA OBRAMBE PODJETJA MLINOTEST .....	27
5.1 Predstavitev podjetja Mlinotest .....	27
5.2 Prevzem podjetja Mlinotest.....	27
5.3 Kurativne strategije obrambe uporabljene v primeru.....	29
6 ŠTUDIJA PRIMERA OBRAMBE PODJETJA YAHOO.....	29
6.1 Predstavitev podjetja Yahoo .....	29
6.2 Predstavitev podjetja Microsoft .....	30
6.3 Poskus prevzema podjetja Yahoo.....	32
6.4 Preventivne strategije obrambe uporabljene v primeru .....	37
6.5 Kurativne strategije obrambe uporabljene v primeru.....	39
SKLEP .....	40



## UVOD

Prevzemi podjetij, ki so se najprej pojavili v Združenih državah Amerike, so se v zadnjem desetletju 20. stoletja razširili tudi na Evropo. Prestrukturiranje in konsolidacija sta se najprej začeli predvsem v Veliki Britaniji ter nato postopoma prodrli v ostalo Evropo in s tem tudi v Slovenijo. Z razvojem prevzemov pa so se postopoma razvile tudi različne obrambne strategije, ki so omogočale obrambo pred nezaželenimi prevzemi, saj odzivi managementa ciljnih podjetij na prevzemne aktivnosti niso bili vedno pozitivni. Razlikujemo dva tipa obrambnih strategij, preventivne in kurativne. V prvo skupino štejemo tiste obrambne strategije, ki jih management podjetij uporablja pred objavo prevzemne ponudbe, medtem ko v drugo skupino strategij štejemo tiste aktivnosti managementa podjetij, ko je bila prevzemna ponudba že napovedana. Uporaba obrambnih strategij je urejena z zakonodajo in se razlikuje od države do države.

### Namen, cilji in predmet proučevanja

Namen diplomske naloge je raziskati obrambne strategije v kontinentalnem in anglosaksonskem okolju, ki jih managerji lahko uporabijo pri obrambi pred sovražnim prevzemom podjetja. S tem namenom so izbrane ZDA kot tipično razvito anglosaksonsko okolje, katerega prevzemna pravila se precej razlikujejo od kontinentalnega evropskega okolja, ki mu pripada tudi Slovenija. V nalogi so raziskane tako preventivne kot kurativne obrambne strategije, dovoljene v Sloveniji in ZDA ter razlike v njihovi uporabi med državama. Za boljše razumevanje pa je za vsako državo posebej predstavljen primer sovražnega prevzema s prikazom uporabe obrambnih strategij.

Cilji diplomske naloge so naslednji:

- raziskati obrambne strategije, ki jih management lahko uporabi pri obrambi pred sovražnim prevzemom v Sloveniji in v ZDA,
- prikazati primer uporabe obrambnih strategij v posamezni državi,
- dokazati, da so obrambne strategije lahko učinkovite pred sovražnim prevzemom podjetja ter da je njihov osnovni namen zviševanje prevzemne ponudbe,
- poiskati razlike med obrambnimi strategijami v Sloveniji in ZDA.

Diplomska naloga v prvem delu temelji predvsem na proučevanju slovenske in tuje literature o prevzemni teoriji in teoriji obrambe pred prevzemi. Uporabljena je metoda zbiranja podatkov (metoda kompilacije), t.j. postopek povzemanja opazovanj, spoznanj in stališč drugih avtorjev. V drugem delu diplomske naloge sta uporabljeni opisna metoda in metoda študije primera, kar omogoča podrobno predstavitev značilnosti uporabe obrambnih strategij v Sloveniji in v ZDA.

Predmet proučevanja diplomske naloge so preventivne in kurativne obrambne strategije ter njihova uporaba v praksi. Podrobno so proučene možnosti obrambe v Sloveniji ter v ZDA,

državi, ki ima največ izkušenj na tem področju in kjer imajo eno najmanj strogih zakonodaj v svetu glede uporabe teh strategij. Uporabnost teh strategij je preverjena na slovenskem in ameriškem primeru. Primera sta izbrana zaradi svoje odmevnosti, zaradi do sedaj pomanjkljive oziroma manjkajoče analize uporabljenih obrambnih strategij v obeh primerih in kot nazoren prikaz uporabe teh strategij.

## Struktura diplomske naloge

Po uvodnem delu začnem s tematiko prevzemov in z opisom vrst ter oblik prevzemov. Sledi predstavitev učinkov prevzemov na delničarje, zaposlene, management in na vpleteni podjetji. Nadalje so na kratko predstavljeni dejavniki, ki povečujejo verjetnost prevzema ter opis prijateljskega in sovražnega prevzema.

V drugem poglavju so opisane preventivne obrambne strategije, razdeljene glede na državo v kateri se uporabljajo. Tako so razdeljene na strategije, ki se uporabljajo v Sloveniji in na strategije, ki se uporabljajo v ZDA. Obrambne strategije so nato v okviru posamezne države vsebinsko razdeljene na tiste strategije, s katerimi se spreminja struktura organizacije, kapitala ali premoženja ciljnega podjetja.

Tretje poglavje je namenjeno predstavitvi kurativnih obrambnih strategij. Podobno kot v prejšnjem poglavju so razdeljene glede na državo uporabe, na Slovenijo in ZDA.

Pravno ureditev uporabe obrambnih strategij v Sloveniji in ZDA opisujem v naslednjem poglavju. Predstavljene so nekatere razlike med državama.

V petem poglavju je opisan slovenski primer uporabe obrambnih strategij. Gre za podjetje Mlinotest, za katerega se je vnel hud prevzemni boj z nepričakovanim izidom. Kratki predstavitvi podjetja sledi opis postopka obrambe in analiza glavne obrambne strategije.

Vsebina je zaključena s šestim poglavjem, kjer predstavljam primer uspešne obrambe podjetja Yahoo pred poskusom sovražnega prevzema podjetja Microsoft v ZDA. Tudi tukaj podjetji najprej na kratko predstavim, nato opišem proces obrambe podjetja in na koncu podrobneje razčlenim uporabljene strategije.

Diplomsko nalogo končam s sklepom, ki vsebuje moje zaključne misli in ugotovitve.

# 1 PREVZEMI

Kocbek (1997, str. 9) opredeljuje prevzem kot pridobitev deleža delnic določenega delniškega podjetja, ki prevzemniku zagotavlja zadosten obseg glasovalnih pravic, da lahko vpliva na poslovanje podjetja in sprejem odločitev na skupščini delničarjev. Prevzemi imajo pozitivno vlogo, saj naj bi zagotavljali učinkovito delovanje delniških podjetij.

## 1.1 Vrste prevzemov

Prevzeme lahko razdelimo na več vrst. Gaughan (1999, str. 6) deli prevzeme na tri vrste glede na smer širitve, medtem ko jih Lahovnik (1998, str. 15) deli na štiri vrste, glede na stopnjo povezanosti dejavnosti med podjetji in stopnjo v produkcijski verigi obeh podjetij.

Ločimo:

- vodoravne oziroma horizontalne prevzeme,
- navpične oziroma vertikalne prevzeme,
- koncentrične prevzeme,
- konglomeratne prevzeme.

### 1.1.1 Horizontalni prevzemi

Horizontalni prevzem označuje prevzem podjetja iz iste panoge. Podjetji si konkurirata pri določenem tipu poslovne aktivnosti, do priključitve pa največkrat pride zaradi izkoriščanja ekonomij obsega v proizvodnji ali distribuciji (Lahovnik, 1998, str. 15). Spojitve, pripojitve in prevzemi so lahko horizontalni, kar pomeni, da se povezujejo podjetja z enako proizvodnjo (Tajnikar, 2000, str. 26).

Tudi pri drugih avtorjih skoraj ni opaznih razlik pri definiranju, tako da pri večini definicij horizontalno združevanje vključuje podjetji, ki sta aktivni in konkurenčni na istem poslovnem področju (Weston, Siu & Johnson, 2001, str. 6-7).

Horizontalni način prevzemov ustvarja velike proizvajalce, ki lahko pogosto nastopajo na trgu tudi monopolno ali pa bistveno povečajo svojo moč glede na konkurente, ki ne dosegajo takega obsega poslovanja (Tajnikar, 2000, str. 27).

Prav zaradi tega mora biti ta vrsta prevzemov še posebno pod drobnogledom regulatorjev, saj so lahko velike združitve v neskladju s protimonopolno zakonodajo. Večina držav z ustrezno protimonopolno zakonodajo prav to omejuje.

### 1.1.2 Vertikalni prevzemi

Pri vertikalnem prevzemu gre za prevzem podjetja v istih ali povezanih panogah, vendar na različni stopnji produkcijske verige (Lahovnik, 1998, str. 16).

Gaughan (1999, str. 7) vertikalne prevzeme definira kot združevanje med podjetji, med katerimi obstaja razmerje kupec - prodajalec.

Poznamo vertikalne prevzeme nazaj in vertikalne prevzeme naprej. Vertikalni prevzem nazaj tako pomeni združitev ali prevzem dobavitelja, medtem ko vertikalni prevzem naprej pomeni združitev ali prevzem kupca. Namen vertikalnih prevzemov nazaj je večja kontrola inputov, diferenciacija proizvodov in zaščita know-how-a, medtem ko je namen pri vertikalnih prevzemih naprej izboljšanje možnosti za diferenciacijo proizvodov, dostop do distribucijskih kanalov, večji dostop do tržnih informacij in diferenciacija cen za končne uporabnike. Poleg teh prednosti pa vertikalni prevzemi omogočajo tudi zniževanje stroškov zaradi več informacij, skupnih interesov in boljše povezanosti proizvodnih aktivnosti, ki so poenotene.

### 1.1.3 Koncentrični prevzemi

Značilnost koncentričnih prevzemov je, da je podjetje s ciljnim podjetjem povezano z osnovno tehnologijo, proizvodnim procesom ali trgi. Podjetje na ta način k osnovni dejavnosti priključi nekatere sorodne dejavnosti, namen tega pa je zniževanje stroškov in povečevanje donosov (Lahovnik, 1998, str. 16).

Koncentrične povezave nastanejo okoli določenih jeder, ki predstavljajo podjetja z večjim številom poslovnih odnosov, tako na strani nabave kot na strani prodaje, pa tudi na trgu in pri razvoju tehnologije (Tajnikar, 2000, str. 27).

### 1.1.4 Konglomeratni prevzemi

Konglomeratne združitve vključujejo povezovanje podjetij v nepovezanih poslovnih aktivnostih. Te predstavljajo podjetja z različnimi proizvodnimi procesi, ki niso proizvajalci istih proizvodov (horizontalna združitve) niti niso povezana preko odnosa kupca in prodajalca (vertikalna združitve). Glavni razlog je izkoriščanje učinkov skupnega poslovanja. Posledica združitve so diverzifikacija in nepovezani denarni tokovi, zaradi česar se znižajo stroški stečaja in posredno stroški kapitala ter poveča stabilnost donosov podjetja.

Weston, Siu in Johnson (2001, str. 8) delijo konglomeratne združitve na naslednje štiri vrste konglomeratov:

- investicijska podjetja, katerih glavna funkcija je zniževanje tveganj z diverzifikacijo,
- finančni konglomerati, kjer prevzemno podjetje pospešuje načrtovanje finančnih tokov in podjetniških strategij v prevzetem podjetju, v procese operativnega odločanja pa se ne vmešava,
- poslovodni konglomerati, kjer vodstvo prevzemnega podjetja vpliva na načrtovanje finančnih tokov in podjetniških strategij ter na funkcije odločanja v prevzetem podjetju,



- koncentrični konglomerati, kjer sta prevzemno in ciljno podjetje delno povezana z osnovno tehnologijo, proizvodnim procesom ali trgi. Prevzemno podjetje s svojimi kadri dopolnjuje poslovanje prevzetega podjetja.

## 1.2 Oblike prevzemov

Bertoncel (2005, str. 77) deli oblike prevzemov na:

- nakupe pasive ali kapitala podjetja (angl. equity deals),
- nakupe aktive (premoženja) ali sredstev podjetja (angl. asset deals).

Ločimo dve glavni kategoriji nakupov pasive podjetja:

- prevzemi z odkupom delnic ali poslovnih deležev,
- združitve (spojitve in pripojitve).

Zaradi specifičnega načina pridobitve kontrolnega lastniškega deleža po navadi ločeno preučujemo naslednji obliki nakupov kapitala podjetja:

- odkupi z zadolžitvijo (angl. leverage buyout - LBO),
- prevzemi s pridobitvijo pooblastil za zastopanje.

### 1.2.1 Prevzemi podjetij z odkupom delnic oziroma poslovnih deležev

Prevzem z odkupom delnic oziroma poslovnih deležev je najbolj utečena oblika prevzema. Glavni namen prevzema podjetij z odkupom delnic oziroma poslovnih deležev je pridobitev kontrolnega lastniškega deleža v ciljnem podjetju, kar omogoča nadzor nad tem podjetjem. Glede na klasično izhodišče kapitalske večine je ponudnikov cilj kupiti toliko delnic, da bo imel vsaj relativno, če ne že absolutno večino. Po drugi strani pa so zaradi pridobitve večinskega deleža enega izmed delničarjev lahko ogroženi interesi drugih delničarjev, vendar jim mehanizem prevzemov omogoča zavarovanje svojih interesov, saj jim zagotavlja, da s sprejemom ponudbe prodajo svoje delnice in tako izstopijo iz podjetja (Tekavec & Pučnik, 2002, str. 42).

Najpomembnejša prednost prevzema z odkupom delnic predstavlja ohranitev položaja samostojnega podjetja s pravnega vidika, kar pomeni ohranitev veljavnosti dolgoročnih pogodb s partnerji. S tem načinom prevzema novi lastnik prevzame odgovornost za poravnavo obveznosti ciljnega podjetja le v višini kapitalskega vložka. Ker za pridobitev nadzora nad upravljanjem podjetja zadostuje že večinski lastniški delež, mu ni potrebno pridobiti vseh 100 odstotkov delnic, kar poceni prevzem. Po drugi strani pa se lahko pojavi problem zastojkarstva. To pomeni, da lahko novi lastnik vloži nova znanja v razvoj podjetja, kar posledično zviša dobiček, s tem pa je pri delitvi dobička neaktivni lastnik prav tako upravičen do višjega dobička (Ross, 1993, str. 827).

### 1.2.2 Združitve podjetij s pripojitvijo ali spojitvijo

Pri združitvah podjetij v prevzemnem procesu nastane iz dveh ali več entitet ena sama, pri čemer gre za celovit in hkraten prenos vsega premoženja in vseh obveznosti na eno samo podjetje, in sicer s pripojitvijo ali s spojitvijo.

Pri spojitvah (konsolidacijah) se dve ali več podjetij združijo v novo. Nova pravna oseba prevzame vse premoženje in obveznosti podjetij, ki prenehajo obstajati. Pri pripojitvah pa preživi le eno podjetje, preostala pa prenehajo obstajati in prenesejo vse svoje premoženje in obveznosti na to podjetje. Običajno se po ekonomski moči manjše podjetje pripoji k večjemu.

V obeh primerih gre za formalen postopek prenosa premoženja in obveznosti zaradi združitve podjetij. Formalen prenos pomeni, da pride do samodejnega prevzema vseh znanih in skritih obveznosti prevzetega podjetja. Združitev se občasno uporablja za izločitev preostalih manjšinskih delničarjev, da se doseže stoo odstotno lastništvo (Bertoncel, 2005, str. 80-83).

Najpomembnejša prednost združitev je enostavnost prenosa lastništva nad premoženjem podjetja, ki je s formalno združitvijo podjetij dejansko samodejen. Poleg tega združitev omogoča učinkovito izločitev ostalih malih delničarjev, ki nasprotujejo sklepu skupščine delničarjev o združitvi podjetij in tako zagotavlja, da bo prevzemnik postal 100 odstotni lastnik ciljnega podjetja. Druga prednost je ta, da je skupščino delničarjev mogoče izkoristiti tudi za dopolnitve in spremembe statuta delniškega podjetja in ga tako prilagoditi potrebam združenega podjetja.

Med glavne pomanjkljivosti združitev sodi samodejen prevzem vseh znanih in neznanih, spornih in nespornih obveznosti ciljnega podjetja. Poleg tega je potrebno za združitev podjetja sklicati skupščine delničarjev vseh vpletenih podjetij in na vsaki od njih pridobiti večino glasov za odobritev transakcije. Za take odločitve je potrebno na skupščini doseči dve tretjini glasov. Takšne skupščine delničarjev zahtevajo pripravo ustreznih gradiv in s tem povzročajo dodatne stroške ter časovne zamude. Pomanjkljivost združitev je tudi ta, da imajo delničarji pravico zahtevati ocenitev poštene cene njihovih delnic, če se ne strinjajo s pogoji dogovorjenimi v pogodbi o združitvi (Bešter, 1996, str. 33-34).

### 1.2.3 Prevzemi podjetij z odkupom premoženja

Z odkupom podjetja ali dela podjetja, tj. z nakupom in prenosom sredstev ciljnega podjetja v svoje podjetje, se pridobi nadzor nad tem podjetjem kot objektom. Lahko pa se to podjetje ali del tega podjetja organizira v okviru samostojnega podjetja. Na ta način torej prevzemnik kupi in pridobi kontrolo nad določenim obratom ali pa celo nad celotnim podjetjem (Kocbek, 1999, str. 322).

V praksi so nakupi sredstev redki, običajni so v likvidacijskih ali stečajnih postopkih in na javnih dražbah, ko se prodaja zastavljeno premoženje. Pomembno je poudariti, da z nakupom sredstev prevzemnik ne pridobi tudi poslov podjetja (Bertoncel, 2005, str. 86).

Prednost prevzemov z odkupom premoženja ciljnega podjetja je, da je za izvedbo dovolj le zasedanje delničarjev ciljnega podjetja. Manjšinski delničarji ne morejo preprečiti prevzemniku 100 odstotnega lastništva nad podjetjem, saj so upravičeni le do poštene odškodnine za svoj delež v premoženju podjetja. Ob tem je pomembno poudariti, da se prevzemnik lahko izogne odgovornosti za neznane obveznosti v času prenosa premoženja.

Prevzem z odkupom premoženja ciljnega podjetja je najbolj zapleten postopek od vseh omenjenih oblik, saj zahteva pripravo številnih dokumentov za prenos lastništva nad posameznimi deli premoženja na novega lastnika. Potrebna so različna soglasja, na primer za zgradbe kupljene na zakup, obremenjene s hipoteko, dodatna pogajanja za podaljšano veljavnost različnih pogodb itd... Čeprav se je praviloma mogoče izogniti obveznostim ciljnega podjetja, ki izhajajo iz poslovanja pred prenosom lastništva nad premoženjem, lahko sodišče kasneje ugotovi, da gre za dejansko združitev, to pa pomeni, da je prevzemnik v celoti odgovoren za vse obveznosti ciljnega podjetja (Bešter, 1996, str. 36).

#### 1.2.4 Odkup z zadolžitvijo in managerski odkupi

Največkrat odkup z zadolžitvijo izvede manjša skupina investorjev, ki odkupi kontrolni ali celotni paket delnic in javno delniško podjetje pretvori v zaprto (zasebno) podjetje. Navadno se ustanovi vmesno podjetje, ki pridobi potrebna sredstva s strani bank kot glavnih virov financiranja in zavarovalnic ter skladov kot dodatnih virov financiranja prevzema. S temi sredstvi odkupi delnice ciljnega podjetja. Kadar pa pride do odkupa podjetja s strani njegovega managementa na podlagi zastave premoženja podjetja ali zastave osebnega premoženja, govorimo o managerskem odkupu. Management odkupi delnice podjetja in se v ta namen zadolži.

V obeh primerih običajno pride do umika podjetja z organiziranega trga, saj se število delničarjev zelo zmanjša in stopnja zadolžitve tako poveča, da podjetje ne izpolnjuje več pogojev za trgovanje.

Značilnost odkupov z zadolžitvijo je, da se financirajo pretežno z dolžniškimi viri. V tem procesu sodelujejo tri skupine udeležencev: sicer prevzemniki (management), prodajalci (delničarji) in finančne institucije (banke, zavarovalnice in skladi, ki financirajo prevzem).

Prevzem se izvede neposredno preko fizičnih oseb ali preko vmesnega podjetja, ki ga ustanovijo izključno za izvedbo prevzema. Idealna tarča za odkup z zadolžitvijo je podjetje, ki:

- posluje stabilno,
- nima prevelike rasti,

- ustvarja soliden pozitiven denarni tok,
- ni zadolženo.

K vzrokom za odkup lahko štejemo tudi nizko ceno delnice oziroma njeno podcenjenost.

Management izkoristi sposobnost zadolžitve podjetja z notranjim financiranjem in z ustvarjenim neto denarnim tokom odplačuje najeti dolg. Glavni razlog za to pa je predvsem obramba pred sovražnimi prevzemi s preoblikovanjem v zaprto delniško podjetje (Bertoncel, 2005, str. 82-84).

### 1.2.5 Pooblastilo za zastopanje (angl. *proxy rights*)

Pogosto se dogaja, da delničarji na skupščini delničarjev ne glasujejo osebno, temveč zanje glasovanje opravi pooblaščen osebna. Na ta način se lahko spremeni nadzor nad podjetjem. V tekmi za pridobitev pooblastil poskuša določena skupina delničarjev ali zunanja skupina investorjev pridobiti nadzor nad podjetjem in ravnanjem managementa ali celo doseči zamenjavo le-teh (Ross, 1993, str. 828).

Takšen način je značilen za podjetja z razpršeno lastniško strukturo in v katerem ne prevladujejo veliki lastniki. Velika večina malih delničarjev se ne udeležuje skupščine, saj s svojim deležem nima vpliva na odločitve, če pa nekdo zbere ta pooblastila, ima na skupščini veliko moč.

## 1.3 Učinki prevzemov

Udeleženci prevzemnih procesov v prevzemnem in ciljnem podjetju so lastniki, management, zaposleni, v širšem pomenu pa imajo prevzemi učinke tudi na dobavitelje, kupce in širšo družbo. Učinki posameznih interesnih skupin so zaradi različnih interesov različni, lahko so si tudi nasprotujoči, vsekakor pa se koristi med skupinami prelivajo, kar pomeni prerazdelitev bogastva.

### 1.3.1 Učinki prevzemov na delničarje ciljnega podjetja

Delničarji ciljnih podjetij so pri prevzemih edini udeleženci s popolnoma dokazanimi koristmi, ki so posledica prevzemov. Premije pri združevanju so običajno višje kot pred objavo za prevzem. Rezultati ene izmed najboljšejših raziskav so pokazali, da se premije povečajo za 20 do 30 odstotkov, lahko pa tudi več (Pinches, 1990, str. 722).

Razlike v premijah, ki jih v prevzemih prejmejo delničarji ciljnih podjetij, so odvisne od tega, ali se management odloči za obrambo pred prevzemom. V povprečju so višje, če se management odloči braniti. Pomembno je tudi to ali prevzem poskuša izvesti eno samo podjetje ali pa zanj tekmuje več podjetij. Kadar je za prevzem več ponudnikov, so premije na splošno višje (Bešter, 1996, str. 79-81).

Pinches (1990, str. 594) ugotavlja, da so premije delničarjev ciljnih podjetij višje, kadar pride do sovražne ponudbe za prevzem in je odkup delnic izveden z denarjem. Poudarja, da je vsaj del razlik v premijah med prijaznimi in sovražnimi prevzemi mogoče pojasniti s tem, da je večina sovražnih prevzemov izvedena z denarjem, medtem ko je pri prijaznih prevzemih najpogostejša oblika plačila z vrednostnimi papirji prevzemnika. Nakup ciljnega podjetja z denarjem zahteva višjo premijo, ker se delničarji ciljnega podjetja odrekajo lastništvu in ker ima prodaja delnic za posledico takojšen nastanek davčne obveznosti na ustvarjeni kapitalski dobiček za bivše delničarje ciljnega podjetja.

### 1.3.2 Učinki prevzemov na delničarje prevzemnega podjetja

Ocene učinkov prevzemov na delničarje prevzemnih podjetij se večinoma gibljejo okrog ničle in so pogosto statistično neznačilne. Prevzemniki imajo običajno izoblikovane dolgoročne strategije prevzemov, trg kapitala pa sedanjo vrednost pričakovanih koristi bodočih prevzemov sproti vgrajuje v ceno delnic prevzemnika. Cena delnic prevzemnika tako že pred napovedjo prevzema vključuje pričakovanja trga kapitala, reakcija cen delnic ob samem prevzemu je le posledica korekcije za razliko med pričakovanimi in dejanskimi učinki prevzema. Če je ta razlika blizu ničle, lahko govorimo o učinkovitem trgu kapitala. Nastanejo pa razlike v premijah delničarjev prevzemnih podjetij med sovražnimi in prijaznimi prevzemi zaradi načina plačila. Pri prijaznih prevzemih obe podjetji običajno izmenjata lastne vrednostne papirje, kar je znamenje za trg, da so delnice prevzemnika precenjene. To razkritje novih negativnih informacij o prevzemniku zmanjšuje asimetrijo informacij in zahteva prilagoditev tržne cene prevzemnikovih delnic navzdol. Pri sovražnih prevzemih pa je pogostejši način plačila z denarjem (Bešter, 1996, str. 81-82).

Številne poprevzemne študije so pokazale majhno ali nobeno porast v vrednosti prevzemnega podjetja, čeprav so ekonomska pričakovanja ena od kriterijev pri odločitvi za prevzem. Statistični podatki kažejo, da imajo delničarji prevzemnega podjetja dolgoročne koristi (Pinches, 1992, str. 722).

### 1.3.3 Učinki prevzemov na zaposlene

S prevzemom se položaj zaposlenih praviloma ne bi smel poslabšati. Za to naj bi skrbeli predvsem sindikati. Če pa ti ne opravljajo svoje naloge ali če so neenotni oziroma služijo različnim interesom, tudi političnim, se lahko zaposleni znajdejo v nezavidljivem položaju.

Prevzemi, ki zvišujejo učinkovitost prevzetih podjetij na račun višje produktivnosti zaposlenih, lahko kratkoročno pomenijo zmanjšanje njihovega števila. Toda če ne bi zmanjšali števila zaposlenih, bi imela podjetja višje stroške dela, zato bi bila manj konkurenčna v primerjavi s tekmeci, njihova vrednost pa bi se zmanjševala. Prevzemi so zato učinkovita oblika prerazporejanja proizvodnih dejavnikov in zagotavljanja dolgoročnega preživetja podjetja ter s tem tudi ohranjanja delovnih mest.

Možna oblika prerazporejanja koristi je tudi mehanizem zniževanja plač in s tem stroškov podjetja. Nižji stroški imajo za posledico boljše poslovne rezultate in višjo ceno delnic, s čimer pridobijo delničarji, vendar v škodo zaposlenih (Bešter, 1996, str. 93-95).

Seveda so možne tudi drugačne rešitve. V nekaterih primerih zaposleni lahko obdržijo svoja delovna mesta ravno zaradi prevzema, saj bi sicer lahko prišlo do postopnega zmanjševanja gospodarskih aktivnosti in s tem tudi odpuščanja.

Velja pa opozoriti še na položaj zaposlenih po prevzemu. Praviloma njihov položaj ni enak tistemu pred prevzemom in pogosto so zaposleni prevzetega podjetja v podrejenem položaju glede na zaposlene v prevzemnem podjetju (Odar, 2000, str. 36).

#### 1.3.4 Učinki prevzemov na managerje

Prevzemi različno vplivajo na managerje v prevzemnih in ciljnih podjetjih. Prevzemi omogočajo prevzemnim podjetjem večjo konkurenčnost in učinkovitost ter izboljšanje finančnega položaja, kar prispeva k povečanju vrednosti podjetja in ima neposreden vpliv na managerje v teh podjetjih. Managerji s tem pridobijo koristi, saj jim povečanje vrednosti podjetja kot posledica prevzema prinese nagrade, ugled, zaradi težje nadomestljivosti tudi večjo varnost zaposlitve. Na drugi strani prevzemi managerjem ciljnih podjetij prinesejo negotovost zaradi pričakovanih sprememb, prilagajanje prevzemniku in njegovi organizacijski kulturi in strategiji poslovanja, izgubo moči, statusa ter včasih tudi izgubo zaposlitve. Sovražni prevzemi imajo tako lahko tudi disciplinsko vlogo za managerje, ki so dajali prednost velikosti podjetja, mirnemu življenju brez sprememb, se identificirali z interesi delavcev ali so bili kako drugače stroškovno neučinkoviti (Sudarsanam, 1995, str. 221).

#### 1.3.5 Učinki prevzemov na podjetji

Dubrovski (2004, str. 231) loči prevzeme in združitve glede na njihovo uspešnost na:

- sinergijsko povezavo ( $2 + 2 = 5$ ),
- kontraproduktivno povezavo ( $2 + 2 = 3$  ali tudi  $2 + 2 = 4$ ),
- destruktivno povezavo ( $2 + 2 = 0$ ).

V primeru doseganja sinergije po formuli  $2 + 2 = 5$ , se sinergija (torej  $5 - 2 - 2 = 1$ ) porazdeli med delničarje (Brigham & Ehrhardt, 2002, str. 970).

Pojem sinergije si lahko razložimo na podlagi Porterjeve verige vrednosti. Ta predpostavlja, da vse aktivnosti v podjetju opredelimo ter jih združimo v skupine, t.i. verige vrednosti. Konkurenčna prednost podjetja je v tem, da za svojega kupca v primerjavi s konkurenco ustvarja neko posebno vrednost, s stroški, ki so nižji od te vrednosti (Pučko, 2003, str. 156). Ob združitvi dveh podjetij se tako iz dveh različnih verig vrednosti tvori nova veriga

vrednosti. Ta nova veriga naj bi kupcem prinašala večje vrednosti ob enakih stroških oziroma enake vrednosti ob nižjih stroških (Sudarsanam, 1995, str. 38-39).

Brigham in Ehrhardt (2002, str. 970-971) ugotavljata, da je sinergije mogoče doseči iz več virov, ki imajo naslednje učinke:

- ekonomski učinki (ekonomija obsega),
- finančni učinki (nižji transakcijski stroški),
- davčni učinki (ko združeno podjetje plača nižje davke kot ločeni podjetji),
- boljša izraba sredstev (zaradi večjega znanja),
- večja tržna moč (zaradi manjše konkurence).

Nasprotno pa je v primeru prevzema, ki ima za cilj doseganje monopolnega položaja na tržišču. Vsak monopolni položaj zmanjšuje konkurenco, s tem pa praviloma tudi negativno vpliva na produktivnost. To pomeni, da je z združitvijo dveh podjetij, ki sta si pred združitvijo konkurirali ter s tem ohranjali visoko raven produktivnosti, nastalo novo podjetje z nižjo produktivnostjo (Bešter, 1996, str. 85-86).

#### 1.4 Dejavniki, ki povečujejo verjetnost prevzema

Posamezno podjetje postane prevzemna tarča, kadar prevzemnik ocenjuje, da mu bo prevzem prinesel koristi. Ciljno podjetje ima na primer lahko dolgoročne investicijske načrte, katerih rezultati v trenutni tržni ceni ciljnega podjetja niso vidni oziroma izraženi, zato prevzemnik tako podjetje oceni kot podcenjeno in zanimivo za prevzem.

Weston, Siu in Johnson (2001, str. 563) opredeljujejo pet dejavnikov, ki podjetju povečujejo verjetnost, da bo postalo prevzemna tarča:

- nizka cena delnic v primerjavi z nadomestitvenimi stroški premoženja,
- visoka likvidnost, veliki denarni presežki, kakovostna struktura naložb v vrednostne papirje in neizkoriščene možnosti zadolževanja,
- ugodno razmerje med denarnimi tokovi in tržno ceno delnic,
- podružnice ali deli podjetja, ki jih je mogoče hitro prodati brez pomembnejšega vpliva na denarni tok podjetja,
- relativno nizek delež delnic v lasti managementa.

Privlačno investicijsko priložnost predstavlja podjetje, ki ga zaznamujejo vsi ali večina omenjenih dejavnikov. Financiranje prevzema takšnega ciljnega podjetja je olajšano, saj prevzemnik lahko uporabi premoženje ciljnega podjetja za zavarovanje kreditov. Denarne tokove, ki izhajajo iz poslovanja ciljnega podjetja ali odprodaje delov tega podjetja, pa prevzemnik lahko uporabi za vračilo kreditov.

## 1.5 Prijateljski in sovražni prevzemi

Z vidika managementa ciljnega podjetja, njegovega strinjanja ali nestrinjanja s prevzemno ponudbo, Bertoncel (2005, str. 99) loči dve kategoriji prevzemov:

- prijazni ali prijateljski prevzemi,
- neprijazni ali sovražni prevzemi.

### 1.5.1 Prijateljski prevzemi

O prijateljskih prevzemih govorimo, kadar se management ciljnega podjetja strinja s prevzemom. Običajno se pričnejo z zasebno in zaupno ponudbo managementu ciljnega podjetja.

Značilno za takšen način prevzemov je, da prevzemnik dalj časa pred ponudbo ne kupuje delnic ciljnega podjetja, saj bi se lahko takšen nakup štel za sovražno dejanje. Prednost prijaznih prevzemov je, da ima prevzemno podjetje dostop do nejavnih podatkov in informacij o ciljnem podjetju ter se zato lažje pogaja o morebitnem prevzemu. Prevzemnik ima navadno tudi možnost pogajanj glede preprečitve uporabe t.i. obrambnih ukrepov pred prevzemom, na primer o nadaljnji zaposlitvi ključnih delavcev ter uprave ciljnega podjetja, lažje se dogovori o nadaljnjem nakupu delnic, prepreči odtujitev pomembnega premoženja podjetja in drugo.

Pa drugi strani pa ima takšen način poglavitno pomanjkljivost za potencialnega prevzemnika v tem, da v naprej opozori upravo ciljnega podjetja o nameravanem prevzemu. S tem ji zagotovi dovolj časa, da pripravi ustrezne obrambne načine proti prevzemu, v ta namen sklepa škodljive posle za podjetje, lahko pa celo najde ugodnejšega ponudnika (Kocbek, 1999, str. 330).

Da bi prevzemno podjetje ugotovilo, ali je prijazen prevzem možen, mora dognati, ali so managerji ciljnega podjetja pripravljeni na prevzem, ali vztrajajo pri samostojnosti podjetja, kolikšen delež delnic je v njihovi lasti in kakšen vpliv imajo na preostale delničarje. V primeru, ko prevzemno podjetje predvideva, da se ciljno podjetje z združitvijo strinja, mu mora poslati pismo o nameri z vsemi pogoji prevzema. Pri tem imajo ključno vlogo pogajanja med obema partnerjema. Ko (če) je soglasje doseženo, morajo biti o prevzemu obveščeni tako delničarji ciljnega kot prevzemnega podjetja. Delničarjem ciljnega podjetja management nato predlaga prodajo njihovih delnic (Novak, 1997, str. 11).

### 1.5.2 Sovražni prevzemi

O sovražnih prevzemih govorimo, kadar se management ciljnega podjetja ne strinja s prevzemom. Uporaba obrambnih ukrepov ciljnega podjetja pred prevzemom je indikator, da management razume poskus prevzema kot sovražen. Za sovražne prevzeme gre tudi, ko si



management ciljnega podjetja prevzema ne želi, vendar se zaradi zakonskih, statutarnih, časovnih in drugih razlogov ne brani (Bešter, 1996, str. 102).

Razlogi za sovražne prevzeme so lahko različni, največkrat pa gre za prenizko ponujeno ceno za delnice in strah managementa pred izgubo zaposlitve. Prevzemnik se lahko odloči tudi za neposredno ponudbo delničarjem ciljnega podjetja, ne da bi se pred tem pogajal z vodstvom (Novak, 1997, str. 11).

Poudariti moramo, da sovražni prevzemi niso slabi za podjetje, saj je cilj sovražnih prevzemov zamenjava managementa ciljnega podjetja z novim, ki bi dosegalo boljše rezultate. Sovražni prevzemi so torej alternativa notranjim mehanizmom nadzora nad ravnanjem managerjev. Če ti odpovedo, sovražni prevzemi omogočijo učinkovito zamenjavo managementa. Poleg tega imajo delničarji, še posebej pri sovražnih prevzemih, priložnost, da realizirajo visoke premije. Prevzemi so torej lahko sovražni le do managementa in ne do delničarjev ciljnega podjetja (Bešter, 1996, str. 101).

Prevzemnik pri sovražnem prevzemu običajno kupuje oziroma javno ponudi v odkup delnice ciljnega podjetja brez opozorila in sporazuma z managementom tega podjetja. Prednost takšnega načina je presenečenje in nepripravljenost managementa ciljnega podjetja, glede na to, da so mali delničarji navadno pripravljeni sprejeti ponudbo. Management ciljnega podjetja ne more vplivati na vsebino in višino ponudbe in običajno nima dovolj časa za uporabo obrambnih ukrepov proti prevzemu. Management prevzemnega podjetja v primeru uspešnega prevzema sam presoja o vseh nadaljnjih pomembnih odločitvah, saj pridobi večji nadzor in lahko v prevzetem podjetju odloča v skladu z lastnimi poslovnimi in drugimi interesi.

Bistvena pomanjkljivost sovražnega prevzema pa je, da prevzemnik nima dostopa do nejavnih informacij in podatkov o poslovanju ciljnega podjetja (Kocbek, 1997, str. 19-20).

## 2 PREVENTIVNE OBRAMBNE STRATEGIJE

S preventivnimi obrambnimi strategijami so mišljene strategije, ki imajo namen ciljno podjetje izključiti kot možnega kandidata za prevzem z vnaprejšnjimi ukrepi reorganizacije. Prednost teh obrambnih strategij je v njihovem dolgoročnem in sistematičnem planiranju, tako da niso pod pritiskom konkretne ponudbe za prevzem.

Preventivne obrambne strategije se zaradi različnega sistema upravljanja in drugačne zakonodaje razlikujejo v Sloveniji in ZDA, zato so opisane za vsako državo posebej. Strategije obrambe so nato v okviru posamezne države nadalje vsebinsko razdeljene na tiste strategije, s katerimi se spreminja struktura:

- organizacije,
- kapitala,

- premoženja ciljnega podjetja.

## 2.1 Ureditev v Sloveniji

### 2.1.1 Spremembe organizacijske strukture

#### 2.1.1.1 Modifikacije glasovalne pravice

Splošno uresničujejo delničarji glasovalne pravice glede na delež njihovih delnic v osnovnem kapitalu. Vsaka kosovna delnica z glasovalno pravico ima en glas.

Nevarnosti nezaželenega prevzema se podjetje lahko obrani z omejevanjem glasovalne pravice, tako da s statutom omeji število glasov, ki jih ima posamezen delničar. Posledica takšnega določila je, da nobeden od delničarjev nima večine glasov. Omejitve glasovalne pravice pa ni mogoče določiti za določenega delničarja, saj je potrebno upoštevati načelo enakega obravnavanja delničarjev (Samec, 2001, str. 93).

To načelo pa se ne nanaša na omejevanje glasovalne pravice za posamezne razrede delnic, saj je jasno, da nudijo različni razredi delnic različne pravice in je tako dopustno omejiti glasovalno pravico le za določen razred delnic. Pri tem obrambnem ukrepu je potrebno dodati, da je v delniškem podjetju mogoče omejevati le število glasov in nikakor ne kapitala. To pomeni, da ima naveden instrument omejen uspeh pri glasovanju o sklepih, za katere se zahteva tudi kapitalska večina. Tako ima delničar s kapitalsko večino pri takih sklepih pravico veta, vendar pa z njo ne more preglasiti in povzročiti sprejema sklepa, s katerim se ne bi strinjali tudi delničarji, ki imajo glasovalno večino.

Podjetja se lahko branijo tudi tako, da izdajajo prednostne delnice brez glasovalne pravice, vendar se upošteva omejitev, po kateri podjetja v sestavi osnovnega kapitala ne smejo imeti več kot polovico nevolilnih delnic. Na ta način lahko podjetja zbirajo kapital in hkrati ohranjajo glasovalno strukturo. Vendar pa je pomembno, kakšna je razporeditev glasovalnih upravičenj, torej kdo je odkupil glasovalne delnice, ali so to člani managementa, upravni naklonjeni tretji, njeni delavci, člani nadzornega sveta (Samec, 2001, str. 96).

#### 2.1.1.2 Omejevanje prenosljivosti delnic

##### a) Vinkulirane imenske delnice

Vinkulirane imenske delnice so delnice, ki niso prosto prenosljive, saj je njihov prenos statutarno omejen z dovoljenjem podjetja. O dovoljenju za prenos delnic splošno odloča management podjetja. Statut pa lahko določi, da o dovoljenju za prenos delnic odloča nadzorni svet podjetja ali skupščina. Vinkulacija je edina dopustna omejitev prenosljivosti delnic in pomeni izjemo od načela proste prenosljivosti delnic (Samec, 2001, str. 97).

## b) Delničarski sporazumi in drugi obligacijski dogovori

Delničarski sporazum je sklenjen med delničarji ciljnega podjetja in vsebuje predvsem določila o lastniških deležih ter pravicah, ki izvirajo iz lastništva teh deležev. Pogosto ga sklenejo ustanovitveni delničarji. Skupina delničarjev se dogovori o načinu soupravljanja kot je na primer prenosljivost delnic, ki jih tako ne smejo prodajati tretjim osebam. Možni so tudi vsebinski dogovori o načinu glasovanja, na primer pri prevzemni ponudbi (Bertoncel, 2005, str. 104).

## c) Korporacijska oblika povezovanja delničarjev – družba pooblaščenka

Je oblika preventivne obrambne strategije, ki ščiti pred vdorom nezaželenih tretjih v določeno delniško podjetje. Družbo pooblaščenko navadno ustanovijo delničarji, ki posamezno nimajo velikega deleža v delniškem podjetju, tako da v obliki stvarnega vložka oziroma s svojimi delnicami vplačajo osnovni kapital družbe pooblaščenke. Ena od posebnosti ustanavljanja družbe pooblaščenke je namreč tudi ta, da se osnovni kapital lahko v celoti vplača s stvarnimi vložki. Delničarji tako postanejo lastniki družbe pooblaščenke, ta pa lastnik delniškega podjetja. Manjši delničarji so tako povezani v družbi pooblaščenki in imajo preko nje večji vpliv v delniškem podjetju. Za družbo pooblaščenko tudi pri prekoračitvi kontrolnega deleža ne velja dolžnost izstaviti ponudbo za prevzem. Delničarji lahko v statutu družbe pooblaščenke določijo omejeno prenosljivost delnic, vinkulacijo, kakor tudi usklajujejo glasovalne pravice.

Obrambna strategija z ustanovitvijo družbe pooblaščenke je značilna oblika obrambne strategije samo v slovenski zakonodaji.

### 2.1.1.3 Obrambne strategije, vezane na pravni položaj članov uprave in nadzornega sveta

S temi obrambnimi strategijami so mišljene restriktivne določbe statotov podjetij, ki časovno in stvarno omejujejo spremembo zasedbe uprave in nadzornega sveta. Smisel te obrambne strategije je v tem, da onemogoči prevzemniku takoj zamenjati upravo in s tem takoj vplivati na poslovno politiko podjetja. Obrambna strategija tako ne preprečuje zamenjave uprave, ampak jo samo preloži na kasnejši datum (Samec, 2001, str. 103).

Zaradi delitve funkcije upravljanja na upravo in nadzorni svet so hitre možnosti odpoklica zelo omejene. Prvo omejitev za hiter odpoklic uprave tako predstavlja nekooperativni nadzorni svet, ki uprave ne bo hotel odpoklicati. Prevzemnik bo zato moral najprej odpoklicati nadzorni svet, za kar bo potreboval najmanj tričetrtinsko večino oddanih glasov, šele nato bo novi nadzorni svet lahko odpoklical upravo in imenoval novo (Samec, 2001, str. 103).

## 2.1.2 Spremembe kapitalske strukture

### 2.1.2.1 Pridobivanje lastnih delnic

Trgovanje z lastnimi delnicami na trgu, posebej v primeru slabe likvidnosti in velikega paketa delnic v rokah določene skupine - pogosto je to management, lahko pomembno vpliva na določitev cene delnic. Tako lahko ciljno podjetje postane predrago za morebitne prevzemnike, ki se rajši preusmerijo na cenejše tarče za prevzem (Bertoncel, 2005, str. 105).

Namen te obrambne strategije je zmanjšati razpršitev lastništva in s tem tudi potencialno nevarnost izstavitve prevzemne ponudbe (Samec, 2001, str. 106). Poleg tega je cilj pridobivanja lastnih delnic lahko tudi zmanjšanje razlike med tržno in notranjo vrednostjo podjetja, ki lahko predstavlja enega izmed razlogov za prevzem.

Tovrstna strategija torej učinkuje v dve smeri. Po eni strani pridobivanje lastnih delnic vpliva na zvišanje borzne cene delnic podjetja, kar podraži morebiten prevzem, po drugi strani pa se s pridobivanjem delnic za sklad lastnih delnic zmanjšuje število razpoložljivih delnic za potencialnega prevzemnika.

V Sloveniji je ta obrambna strategija le omejeno dovoljena, saj se na ta način zmanjšuje osnovni kapital podjetja. Za ta ukrep je potreben sklep skupščine, ki je veljaven največ 18 mesecev in z njim lahko podjetje pridobi največ 10 odstotkov delnic podjetja (Samec, 2001, str. 129).

### 2.1.2.2 Ukrepi povezani s povečanjem osnovnega kapitala

Pri obrambnih ukrepih, ki so povezani s povečanjem osnovnega kapitala, je najprej potrebno povedati, da naša zakonodaja v skladu z načelom enakega obravnavanja delničarjev ne dovoljuje obrambnih strategij, ki so zelo priljubljene v okoljih z angloameriškim pravnim redom. Izdaja t.i. prednostnih vrednostnih papirjev oziroma strupenih tabletk (angl. *poison pills*) in izpeljanke kot npr. flip-over določbe, ki so storjene v breme tretje stranke, so tako prepovedane (Samec, 2001, str. 130).

V okviru instrumenta povečanja osnovnega kapitala sta za obrambne namene v slovenskem prostoru relevantna predvsem naslednja ukrepa:

- povečanje osnovnega kapitala z izključitvijo prednostne pravice delničarjev in izdaja mešanih vrednostnih papirjev ter
- izdaja delnic delavcem, članom uprave in nadzornega sveta.

a) Povečanje osnovnega kapitala z izključitvijo prednostne pravice delničarjev in izdaja mešanih vrednostnih papirjev.

Izdajo t.i. mladih delnic je v obrambnem smislu možno izvesti bodisi z institutom odobrenega kapitala bodisi s predhodno izdajo zamenljivih obveznic ali obveznic z delniško nakupno opcijo v povezavi s pogojnim povečanjem osnovnega kapitala.

Institut odobrenega kapitala sprejme skupščina delničarjev za dobo največ 5 let in je zapisan s sklepom v statutu podjetja. V njem skupščina delničarjev pooblasti upravo, da lahko uporabi ta institut po svoji presoji in z njim poveča osnovni kapital podjetja za največ 50 odstotkov, pri čemer mora imeti soglasje nadzornega sveta.

Nasprotno pa pogojno povečanje osnovnega kapitala z izdajo zamenljivih obveznic ali obveznic z delniško nakupno opcijo ni na razpolago upravi, da ga uporabi po svoji presoji, temveč ga mora vsakič odobriti skupščina delničarjev. Teoretično predstavlja izdaja mešanih vrednostnih papirjev dokaj učinkovit obrambni ukrep. Z njim naj bi se dosegli podobni učinki kot z izdajo t.i. strupenih tabletk, saj se kapitalska struktura podjetja po izdaji lahko tako spremeni, da prevzemnik ne bo več mogel pridobiti ustrezne kapitalske udeležbe.

Omejitve te obrambne strategije so v tem, da je za oba načina povečanja osnovnega kapitala potreben skupščinski sklep, sprejet z najmanj  $\frac{3}{4}$  večino. Večji lastnik, ki mu tovrstna dokapitalizacija ni v interesu, lahko tako ovira celotni postopek. Poleg tega bi morali, glede na načelo enakega obravnavanja delničarjev, nove delnice ponuditi vsem delničarjem, kar pomeni tudi prevzemniku, in sicer v sorazmerju z njihovimi sedanjimi lastniškimi deleži. To seveda pomeni, da se s tem ukrepom prevzema ne da preprečiti, temveč se ga lahko le podraži.

Zaradi navedenega je zelo aktualna izključitev prednostne pravice, kajti le v tem primeru je nove delnice možno ponuditi prijateljski tretji osebi oziroma t.i. belemu vitezu. Potrebno je poudariti, da mora biti izključitev prednostne pravice stvarno upravičena. Za stvarno upravičenost do izključitve prednostne pravice zadostujejo očitni kazalci za možnost prevzema in predvsem škodljivo ravnanje, ki ga uprava utemeljeno predvideva (Samec, 2001, str. 130-131).

b) Izdaja delnic delavcem, članom uprave in nadzornega sveta

Kot obrambna strategija so uporabne tudi nove izdaje delnic delavcem in članom uprave, ki se lahko izvedejo s pogojnim povečanjem kapitala ali z odobrenim kapitalom. Prednost tovrstnega ukrepa je v tem, da ni potrebno imeti razloga za izključitev prednostne pravice, ker je ta izključena že na podlagi zakona. Osebe, ki na ta način delnice pridobijo, jih v primeru prevzema ne bodo pripravljene prodati, saj bi to za njih lahko pomenilo izgubo zaposlitve.

Omejitve obrambne strategije so v tem, da se pri pogojnem povečanju osnovnega kapitala pravice za pridobitev delnic zagotavljajo le zaradi konverzije terjatev iz udeležbe pri dobičku, medtem ko je pri uporabi instituta odobrenega kapitala potrebno upoštevati ustrezen način zagotavljanja delnic, tako da niso prizadeti interesi ostalih delničarjev (Samec, 2001, str. 132).

### 2.1.3 Spremembe premoženjske strukture

#### 2.1.3.1 Prodaja in nakup znatnega dela premoženja

Uporablja se kot preventivna obrambna strategija tako, da se sklenejo pogojne prodajne pogodbe, ki se izvršijo ob najavi prevzemne ponudbe. Pogodbeni partner je običajno t.i. beli vitez, torej oseba, ki je naklonjena managementu. Za prodajo posameznih delov premoženja, kot tudi celih obratov podjetja, je pri nas pristojna uprava, ki pa je lahko v skladu z zakonom vezana na soglasje nadzornega sveta.

Obrambno strategijo lahko uporabimo tudi kot kurativno obrambno strategijo, vendar mora uprava podjetja v tem primeru pridobiti soglasje skupščine delničarjev.

Nasprotna situacija je, če podjetje ovira potencialnega ponudnika z dokupi podjetij iz sorodnih panog in ga izpostavi nevarnosti kršitve konkurenčnega prava. Glede soglasij in pristojnosti v zvezi z dokupi velja enako kot pri prodaji premoženja (Samec, 2001, str. 139-140).

## 2.2 Ureditev v Združenih državah Amerike

### 2.2.1 Spremembe organizacijske strukture

#### 2.2.1.1 Posebnosti pri določbah o glasovanju

To so oblike preventivnih obrambnih strategij, pri katerih pride do spremembe v razporeditvi glasov na skupščini v korist sedanjih imetnikov kontrole, s pomočjo delnic z večkratno glasovalno pravico ali brez glasovalne pravice in tudi z omejevanjem glasovalne pravice.

Bešter (1996, str. 128) uvršča te obrambne strategije pod posebne oblike strupenih tabletk, vendar jih Samec (2001, str. 73) obravnava ločeno, saj je poudarek na drugačni shemi glasovanja oziroma na spremembi glasovalnih pravic, ki jih prejmejo delničarji in ne na zagotavljanju posebnih opcijskih pravic, ki imajo posledico kapitalske spremembe, kot je izdaja delnic.

Te obrambne strategije privedejo do tega, da se ustvari nov razred delnic z večkratno glasovalno pravico, ki zagotavljajo nižjo dividendo. Delnice niso prenosljive, tako da zainteresirani prevzemnik s temi glasovi ne more pridobiti. Poleg tega pa so delnice mišljene za prodajo tistim delničarjem, ki so naklonjeni managementu (Gaughan, 1999, str. 195).

Možna obrambna taktika je tudi izdaja delnic s prednostnimi pravicami, ki pod pogojem, da potencialni interesent za prevzem pridobi določeno udeležbo v podjetju, zagotavljajo več glasovalnih pravic. Poleg tega se določi, da te dodatne glasovalne pravice ne pripadajo možnemu (večinskemu) delničarju – interesentu za prevzem. Gre torej za omejevanje glasovalne pravice po pridobitvi določenega odstotka v podjetju. Tako je prevzem za potencialnega prevzemnika nemogoč, kljub visoki kapitalski udeležbi (Samec, 2001, str. 74).

Uporaba teh obrambnih strategij ima kot strukturna odločitev pravno podlago v ustrezni določbi oziroma spremembi statuta podjetja. Za to obrambno strategijo je potrebna privolitev večine delničarjev, tako da management ne more samostojno ukrepati (Samec, 2001, str. 73).

#### 2.2.1.2 Omejitve pooblastil skupščine v razmerju do odbora direktorjev

S temi obrambnimi strategijami so mišljene restriktivne določbe v statutih podjetij, ki časovno ali stvarno omejujejo zasedbo odbora direktorjev. Namen te obrambne strategije je preprečiti kontrolo nad ciljnim podjetjem. Naj spomnim, da imajo ZDA enotirni sistem upravljanja, kar pomeni, da je ključno obvladovanje odbora direktorjev.

##### a) Različne časovne razporeditve volitev članov odbora direktorjev

Celotni odbor direktorjev je izvoljen na vsakoletnih volitvah. Drugačna razvrstitev volitev odbora direktorjev je možna samo, če to statut določa in ima odbor vsaj devet članov. Skupno so tako možne največ tri razporeditve volitev, kar pomeni, da če ima odbor direktorjev 9 članov in na vsako leto lahko volijo samo 3 člane, bo potrebno še najmanj eno leto, da bo prevzemnik pridobil večino v odboru direktorjev in s tem kontrolo nad poslovanjem podjetja. To je sicer najbolj razširjena metoda strukturnih sprememb managementa, vendar z njo ni mogoče bistveno podaljšati mandatne dobe direktorjem. Rezultat te obrambne strategije je predvsem boljše pogajalsko izhodišče ciljnega podjetja (Samec, 2001, str. 75).

##### b) Omejitve do odpoklica

Odpoklic managementa je mogoč z ali brez razloga s sklepom večine delničarjev, vendar pa imajo podjetja možnost omejiti to pravico v statutih podjetja tako, da ni mogoče odpoklicati managementa brez razloga, zato mora novi prevzemnik pri odpoklicu upoštevati razloge za odpoklic (Samec, 2001, str. 76).

#### 2.2.1.3 Posebne večinske določbe za združitve

Pri tej obrambni strategiji so v statutu podjetja določene kvalificirane večine, potrebne za glasovanje o spojitvah ali pripojitvah. Izjema je dopustna samo, če se večina odbora direktorjev, ki je ni postavil prevzemnik, strinja z združitvijo. Mnogokrat ponudbam za

prevzem sledijo združitve, te pa so zaradi omenjenih določb otežene. Ustrezno povečanje potrebne udeležbe vodi do podražitve prevzema in njegove manjše verjetnosti. Vendar pa takšne določbe ne varujejo pred prevzemniki, ki niso zainteresirani za povezave oziroma za pridobitev 100 odstotne udeležbe (Samec, 2001, str. 76).

#### 2.2.1.4 Določbe pravične cene

S takšno določbo v statutu ciljnega podjetja je pri združitvi podjetja manjšinskim delničarjem dana pravica, da za primerno plačilo prodajo prevzemniku svoje delnice. Z možnim dogovorom o odpravnini v višini najvišje cene, plačane v okviru predhodno izvedene ponudbe, pride do izvršitve načela enakega obravnavanja delničarjev v ciljnem podjetju, tudi zunaj prevzemnega postopka. Prevzemnik mora tako v najslabšem primeru izplačati vse delničarje, kar močno podraži združitev (Samec, 2001, str. 77).

#### 2.2.1.5 Posebni pogoji za management ob prevzemu - zlata padala

Zlata padala so denarno nadomestilo managementu ob morebitni izgubi zaposlitve pri spremembi lastništva. Običajno opredeljujejo enkratno izplačilo nadomestila v vrednosti več njegovih plač zaradi predčasne prekinitve pogodbe o zaposlitvi (Bertoncel, 2005, str. 106).

Pogosto so v tej pogodbi določene tudi pravice managerjev do prodaje delnic podjetju, razni bonusi, posebne ugodnosti v zvezi z upokojevanjem, z zdravstvenim in življenjskim zavarovanjem (Bešter, 1996, str. 112).

Po Bešterju (1996, str. 103) delničarji dopuščajo izplačevanje visokih odpravnin zaradi vsaj treh razlogov.

Prvi izhaja iz koncepta, da na kratek rok ni možno ovrednotiti managerjevega prispevka k dolgoročni uspešnosti podjetja. Boljše ocene je mogoče pridobiti sčasoma, ko obstaja več informacij glede posledic njegovih odločitev.

Drugi razlog izhaja iz predpostavke, da managerji, kadar menijo, da je ogrožena njihova zaposlitev, ne bodo vlagali v podjetje specifičnih znanj. Takšni managerji naj bi bili izrazito kratkoročno usmerjeni, njihove poslovne odločitve pa pretirano tvegane. Zlata padala naj bi tako kompenzirala tveganje managerjev.

Tretji razlog smiselnosti zlatih padal je, da delničarji pričakujejo od managerjev, da se bodo pri prevzemu potrudili pri pogajanjih za prodajo podjetja, kljub temu da zanje pogosto to pomeni izgubo zaposlitve, moči in ugleda.



## 2.2.2 Spremembe kapitalske strukture

### 2.2.2.1 Nakup lastnih delnic

Gre za enako obrambno strategijo kot v Sloveniji. Cilj strategije je zmanjšati razpršitev lastništva in s tem tudi potencialno nevarnost izstavitve prevzemne ponudbe (Samec, 2001, str. 106), vendar tukaj ni potrebno privoljenje skupščine za uporabo te strategije. Prav tako v ZDA ne poznajo omejitve nakupa delnic v vrednosti do 10 odstotkov kapitala, ki jo poznamo v Sloveniji.

### 2.2.2.2 Izdaja posebnih prednostnih vrednostnih papirjev

Cilj te obrambne strategije je, da se načrtovani prevzem ciljnega podjetja za ponudnika nesorazmerno podraži. V nasprotju z ostalimi obrambnimi strategijami lahko posebne prednostne vrednostne papirje management ciljnega podjetja izda brez soglasja skupščine in jih tudi enostransko ukine. Uporabijo se lahko kot preventivna ali kot kurativna obrambna strategija, saj jo je mogoče zelo hitro pripraviti. Zasnovana je kot obramba pred dvotirnimi prevzemi, pri katerih prevzemno podjetje najprej poda ponudbo za kontrolni delež, vendar ne za vse delnice, z namenom, da kasneje pridobi ostale delnice po nižji ceni. Poznamo tri vrste izdaj posebnih prednostnih vrednostnih papirjev in sicer:

- flip-over opcijske pravice,
- flip-in opcijske pravice,
- back-end opcijske pravice.

#### a) Flip-over opcijske pravice

Pri tej obliki obrambne strategije vsak navaden delničar dobi za vsako svojo delnico pravico do nakupa delnice drugega podjetja po nastopu določenega sprožilnega dogodka. Pravice običajno omogočijo imetnikom, da kupijo delnico prevzemnika ob združitvi za polovično ceno, ter tako s tem zmanjšajo kapital prevzemnega podjetja (Samec, 2001, str. 110).

#### b) Flip-in opcijske pravice

Pri tej obrambni strategiji ciljno podjetje ponudi svojim navadnim delničarjem kot dividendo na delnice določene opcijske pravice. Zagotovi jim prednostno pravico za nadaljnje prednostne delnice, pri tem pa je cena za njihovo pridobitev višja od cene na borzi. Pogoji se spremenijo, ko nastopi prevzemni položaj. Takrat obstaja prednostna pravica za vse delničarje z izjemo prevzemnika kot večinskega delničarja, za ceno, ki je bistveno pod borznim tečajem. Zaradi tega se prevzemniku, vrednostno in tudi glede na deleže, njegova udeležba razvodeni. Prodajalec poceni delnic je ciljno podjetje samo. Pridobitev kontrolnega deleža s ponudbo na ta način ni onemogočena, je pa precej dražja (Samec, 2001, str. 111).

### c) Back-end opcijske pravice

Uporaba te obrambne strategije imetnikom navadnih delnice da pravico, da vsako svojo delnico v določenih okoliščinah zamenjajo za obveznico, ki zapade v kratkem času. Gre torej za pravico, izdano od ciljnega podjetja za primer prevzema, da se delnice ciljnega podjetja zamenjajo za denar ali obveznice, pri tem pa je določena vrednost precej višja od tržne, kar je v korist delničarjev. Seveda je večinski delničar izključen iz teh pravic (Samec, 2001, str. 111).

#### 2.2.2.3 Izdaja delnic zaposlenim v okviru participacijskih modelov

Izdaja delnic zaposlenim v okviru participacijskih modelov je pomembna obrambna strategija v ZDA in tudi pomemben dejavnik ameriškega pokojninskega sistema, ker predvideva tudi davčne ugodnosti. Zaradi davčnih olajšav delavci lahko odkupijo znaten del delnic podjetja. V primeru prevzema se delavci raje postavijo na stran trenutnega managementa, saj se bojijo novega managementa in sprememb, ki bi s tem prišle. Nov management bi tako lahko prestrukturiral podjetje, kar bi lahko pomenilo izgubo zaposlitve za delavce (Samec, 2001, str. 112).

### 2.2.3 Spremembe premoženjske strukture

#### 2.2.3.1 Prodaja delov premoženja

Enako obrambno strategijo poznamo v Sloveniji. Namen strategije je prodati tiste dele premoženja podjetja, ki so zanimivi za potencialnega prevzemnika, kar naj bi ga odvrnilo od prevzema. Razlika med Slovenijo in ZDA je v tem, da management lahko proda dele premoženja brez soglasja skupščine, tudi ko je prevzemna ponudba že dana (Samec, 2001, str. 133).

## 3 KURATIVNE OBRAMBNE STRATEGIJE

Kurativne obrambne strategije so sestavljene iz ukrepov, ki jih napadeno podjetje začne izvajati potem, ko je namera o prevzemu podjetja že javno objavljena. Njihov namen je odvrniti konkretnega prevzemnika od prevzema s tem, da mu onemogočijo prevzem ali ga vsaj občutno podražijo. Usmerjeni so neposredno zoper konkretno ponudbo za prevzem.

### 3.1 Ureditev v Sloveniji

Pri kurativnih strategijah obrambe moramo v Sloveniji upoštevati strogo pasivnost managementa po tistem, ko dobi obvestilo prevzemnika o nameri za prevzem. Management, čigar podjetje je v prevzemnem postopku, tako ne more ravnati samovoljno, temveč mora za nekatere obrambne strategije pridobiti privoljenje skupščine delničarjev. Kljub temu pa ima management podjetja na voljo nekatere ukrepe, ki preprečujejo ali otežujejo prevzem.

Zaradi ohlapnejše zakonodaje v ZDA se vse spodaj naštetе obrambne strategije uporabljajo tudi tam, vendar jih ne bom več posebej omenjal.

### 3.1.1 Prepričevanje delničarjev, da je cena prenizka

Management ciljnega podjetja lahko poskusi diskreditirati prevzemnika s tem, da obvešča lastne delničarje o nesprejemljivosti ponudbe (prenizka ponujena cena, velika verjetnost odpuščanja delavcev, še posebej, če so zaposleni hkrati tudi delničarji...). Management ciljnega podjetja lahko v medijih objavi različne strokovne ocene in primerjalne analize, ki dokazujejo nesprejemljivost prevzema. Lahko objavi tudi priporočila, naj delničarji počakajo na boljšo ponudbo. Cilj takšnega komuniciranja z javnostjo je izboljšanje celotne prevzemne ponudbe, vključno z višjo prevzemno ceno, ali pa pridobivanje časa za iskanje alternativne ponudbe belega viteza (Bertoncel, 2005, str. 107).

### 3.1.2 Beli vitez

Beli vitez, kurativna obrambna strategija, velja za skrajno varianto, ko odpovejo že vse (preventivne) obrambne strategije. Management ciljnega podjetja poskuša preprečiti prevzem z vključitvijo sebi prijaznega tretjega akterja. Beli vitez da ponudbo za prevzem ali pa mu ciljno podjetje proda pakete lastnih delnic. Seveda pa pri tem obstaja nevarnost, da se beli vitez izkaže manj prijateljski, kot je management pričakoval – sivi vitez. V vsakem primeru je dodatna alternativa za delničarje dobrodošla, saj se na ta način dvigne cena delnic (Samec, 2001, str. 142).

### 3.1.3 Vključevanje regulatornih institucij

V posebnih primerih, kjer bi posledica povezave dveh ali več podjetij lahko bila nezaželena koncentracija na trgu (monopol), se lahko ciljno podjetje odloči za aktivno obrambo pred poskusom prevzema z uveljavljanjem določil protimonopolne zakonodaje (Bertoncel, 2005, str. 108).

### 3.1.4 Tožbe proti sovražnemu prevzemniku

Namen te obrambne strategije je predvsem zavlačevanje prevzemnega postopka, da ciljno podjetje pridobi čas za implementacijo kurativnih obrambnih ukrepov. Učinkovito pa je tudi za preprečevanje prevzema, če se ciljno podjetje sklicuje na kršitve konkurenčno pravne zakonodaje (Gaughan, 1999, str. 231).

### 3.1.5 Protinapad in prevzem sovražnega ponudnika (angl. *pac man defense*)

Ciljno podjetje se lahko brani tako, da samo poda ponudbo za prevzemnika. Takšna ponudba lahko privede do vzajemne udeležbe obeh podjetij. V praksi se navedena strategija ne uporablja pogosto, ker ciljno podjetje s tem prizna, da bi bila fuzija podjetij gospodarsko

smiselna in se tako odpre številnim obrambnim strategijam (Samec, 2001, str. 143). Management mora v Sloveniji za to obrambno strategijo pridobiti soglasje skupščine delničarjev.

## 3.2 Ureditev v Združenih državah Amerike

Naj opozorim, da so vse našete kurativne obrambne strategije, ki so v uporabi v Sloveniji, veljavne v ZDA. V tem poglavju navajam še nekatere dodatne obrambne strategije, ki jih management lahko uporabi samo v ZDA.

### 3.2.1 Dokupi podjetij

Pridobi se podjetje, ki je v veliki meri pod državnim nadzorom, zato se zaradi dodatnih dovoljenj prevzemni postopek ciljnega podjetja podaljša, kar povzroči ciljno podjetje manj zanimivo. Enako je usmerjena pridobitev podjetij, zaradi katerih bi prišlo do monopola potencialnega prevzemnika v določenih segmentih, če bi prevzel ciljno podjetje, kar bi povzročilo dodatne težave in upočasnitev za prevzemnika ciljnega podjetja (Samec, 2001, str. 142).

Praktičnost te obrambne strategije je nizka, ker so dokupi smiselni šele pri konkretnem potencialnem prevzemniku. Glede na želene učinke je potrebno vedeti, katero podjetje prevzeti, kar pa je v tako kratkem času težko izvedljivo in drago.

### 3.2.2 Prevzem s strani managementa

Pri tej obrambni strategiji management ciljnega podjetja sam pridobi večino ali vse delnice tega podjetja in tako prepreči sovražni prevzem. Financira se običajno z lombardnimi krediti in sicer tako, da management zastavi premoženje podjetja, nato pa uporabi denarni tok podjetja za poplačilo kreditov. Pri tej strategiji management prevzame delnice na svoj račun in ne kot organ podjetja, saj bi v tem primeru pomenilo pridobivanje lastnih delnic.

### 3.2.3 Povečanje dividend

S tem ukrepom se atraktivnost delnic ciljnega podjetja poveča, ker se izboljša razmerje med kapitalom in dobičkom, torej donos na delničarja. Tako management spodbudi delničarje, da obdržijo svoje delnice. Ukrep lahko tudi poveča ceno delnic na borzi, kar prisili ponudnika k ustrezni prilagoditvi prevzemne ponudbe (Samec, 2001, str. 148).

## 4 PRAVNA UREDITEV UPORABE OBRAMBNIH STRATEGIJ

Pravna dopustnost posameznih obrambnih strategij je večja v ZDA kot v Sloveniji. Pri proučevanju posameznih obrambnih strategij, predvsem z vidika pristojnosti za odločanje o njih, takoj opazimo večjo fleksibilnost pristojnosti managementa v ZDA kot v Sloveniji. V ZDA

ima odbor direktorjev veliko manj prisilnih določb kot slovenski, kar omogoča managementu tudi več individualnosti in samostojnosti pri uporabi posameznih obrambnih strategij. V ameriškem pravu so prav tako možne številne modifikacije statutarne urejanja.

Najočitnejša razlika, ki je pomembna pri uporabi obrambnih strategij, izvira iz oblike upravljanja. V Sloveniji Zakon o gospodarskih družbah predvideva poleg uprave podjetja obligatorni nadzorni svet za delniška podjetja, medtem ko imajo v ZDA samo odbor direktorjev. Iz teh razlogov so možnosti odpoklica slovenske uprave že vnaprej omejene, tako da določene obrambne strategije, uporabljane v ZDA, niso potrebne (Samec, 2001, str. 163).

Med Slovenijo in ZDA obstajajo razlike tudi pri zaščiti položaja delničarjev. To je predvsem razvidno pri izdaji vrednostnih papirjev v povezavi z možnostjo izključitve prednostne pravice delničarjev. V ZDA je glede tega na voljo mnogo več kombinacij kot v Sloveniji, kjer je to mogoče zgolj v okviru ozko dopustnih predpostavk, ki morajo biti v interesu podjetja. S prednostno pravico do novih delnic se namreč zagotavlja pravno varstvo članskih pravic delničarjev. Podobno velja za obrambno strategijo modifikacije glasovalnih pravic, zlasti za delnice z večkratno glasovalno pravico, ki v Sloveniji zaradi načela proporcionalnosti med kapitalsko udeležbo in glasovalno pravico niso dopustne. Edina dopustna izjema v Sloveniji je omejevanje glasovalne pravice (Samec, 2001, str. 164).

#### 4.1 Ureditev v Sloveniji

Možnosti uporabe obrambnih strategij so v slovenskem poslovnem okolju načrtane že v temeljnem pravnem aktu, ki ureja področje obvladovanja podjetij. V Zakonu o gospodarskih družbah so namreč vgrajene nekatere določbe, ki so že same po sebi lahko obrambna strategija v primeru nezaželenega prevzema podjetja in jih uvrščamo med preventivne obrambne strategije. Kurativne obrambne strategije predvideva Zakon o prevzemih, ki s svojimi določbami izrecno prepoveduje določena obrambna dejanja managementa ciljnega podjetja brez soglasja skupščine (Sodnik, 2006, str. 23).

Možnost uporabe preventivnih obrambnih strategij se presoja po določilih korporacijske zakonodaje, zato zanje veljajo določila Zakona o gospodarskih družbah. Odgovornost vodenja podjetja je zaupana upravi (oziroma v primeru enotirnega upravljanja upravnemu odboru), ki posle vodi samostojno na lastno odgovornost (265. člen ZGD-1), pri čemer mora ravnati v dobro podjetja s skrbnostjo vestnega in poštenega gospodarstvenika in varovati poslovno skrivnost podjetja (263. člen ZGD-1). Zakon eksplicitno ne našteva obrambnih strategij, vendar jih je mogoče razbrati iz nekaterih določb. Med njimi najdemo obrambne strategije, ki so vezane na pravni položaj managementa in na uveljavljanje pravic iz naslova lastništva delnic. Njihov namen je z omejitvami v samem statutu podjetja pravno in dejansko otežiti zamenjavo managementa v primeru prevzema.

Postopek prevzema, kjer so urejeni tudi kurativni obrambni mehanizmi, ureja Zakon o prevzemih. Zakon varuje vlagatelje na trgu vrednostnih papirjev in manjšinske delničarje v ciljnem podjetju. Sicer ne definira pojma obrambnega dejanja, vendar pa našteva dejanja, ki so upravi brez odobritve skupščine med samim prevzemom prepovedana (47. člen ZPre-1):

- povečanje osnovnega kapitala,
- sklepanje poslov izven rednega poslovanja podjetja,
- opravljanje dejanj ali sklepanje poslov, ki bi lahko resneje ogrozili nadaljnje poslovanje podjetja,
- pridobivanje lastnih delnic ali lastnih vrednostnih papirjev, iz katerih izhaja upravičenje do zamenjave ali pridobitve lastnih delnic,
- opravljanje dejanj, katerih edini namen je ovirati oziroma oteževati postopek in sprejetje ponudbe za odkup.

## 4.2 Ureditev v Združenih državah Amerike

ZDA ne razlikujejo med delniškim podjetjem in podjetjem z omejeno odgovornostjo. Pri njih je edina oblika podjetja korporacija (angl. *corporation*). Organ vodenja in odločanja je odbor direktorjev, nadzornega sveta zaradi enotirne ureditve ne poznajo. Management je zavezan slediti interesom ter koristim lastnikov. Za presojanje o korektnosti izpolnjevanja dolžnosti do delničarjev se v ameriškem pravu uporablja pravilo poslovne presoje.

Za ZDA je značilen dualni sistem pravil, ki urejajo prevzeme. Pristojnosti za pravo podjetij imajo posamezne države, pristojnost za pravo vrednostnih papirjev pa je urejena na zvezni ravni. Pravo kapitalskih družb temelji pretežno na kodificiranem pravu (angl. *statutory law*) in manj na pravu primerov, ki temeljijo na odločitvah sodišč (angl. *common law*). Predmetno tematiko na zvezni ravni urejajo trije zakoni: Williams Act (1968), Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act (1976) in Omnibus Trade Act (1988) (Samec, 2001, str. 22).

Odločitev o uporabi obrambnih strategij v ZDA sloni v veliki meri na managementu, kjer so možnosti uporabe teh strategij veliko širše kot v Sloveniji.

V obeh ureditvah je opaziti, da zakonodajalci na prvo mesto postavljajo skrb za enakopravno obravnavanje delničarjev, varstvo manjšinskih delničarjev, strogo zahtevajo nevtralnost uprave ter zagotavljajo transparenten postopek. V Sloveniji ima ključno vlogo skupščina delničarjev, ki omejuje uporabo obrambnih strategij, v ZDA pa management, ki je zavezan slediti interesom in koristim lastnikov. Na splošno so možnosti uporabe obrambnih strategij širše v ZDA kot v Sloveniji.

## 5 ŠTUDIJA PRIMERA OBRAMBE PODJETJA MLINOTEST

### 5.1 Predstavitev podjetja Mlinotest

Začetki podjetja Mlinotest segajo v leto 1804, ko je bil ob reku Hubelj zgrajen Flucov mlin. Ta je bil kasneje obnovljen in moderniziran ter postal znan kot Jochmannov mlin, ki je po drugi svetovni vojni posloval kot Mlinsko podjetje Ajdovščina. Leta 1958 so zgradili tovarno testenin, ki so se ji v šestdesetih letih pridružile pekarnice na Primorskem. Leta 1992 je bilo podjetje vpisano v sodni register pri Temelnjem sodišču v Novi Gorici kot delniško podjetje v družbeni lastnini. Tri leta kasneje se je podjetje preoblikovalo v delniško podjetje z znanimi lastniki v zasebni lasti. Leta 1998 so v Umagu ustanovili Mlinotest Trgovino d.o.o., z namenom trženja izdelkov na hrvaškem trgu. V letu 2000 so se njihove pekarnice na Primorskem in sicer v Ajdovščini, Idriji, Ilirski Bistrici, Koprju, Sežani in Tolminu, združile v podjetje Pekarne Mlinotest d.o.o. Istega leta so pridobili več kot 90 odstotni delež v podjetju Peks d.d. iz Škofje Loke, ki se je nato naslednjega leta preoblikovalo v Mlinotest Peks d.o.o. V letih 2001 in 2003 je podjetje pridobilo večinske lastniške deleže v podjetjih Kruh Koper d.o.o. in Žitoproizvod d.d. iz Karlovca. Konec leta 2004 sta se k matičnemu podjetju pripojili dve njeni hčerinski podjetji in sicer Mlinotest Peks d.o.o. in Pekarne Mlinotest d.o.o. V naslednjem letu so nato zgradili novo sodobno pekarno v Ajdovščini, s katero so racionalizirali peko kruha ter tako zaprli pekarnice v Cerknem, Sežani in Tolminu (Mlinotest d.d., b.l.).

### 5.2 Prezem podjetja Mlinotest

Pekarna Blatnik je 7. 9. 2006 objavila namero o prevzemu ter nato 3. 10. 2006 prevzemno ponudbo za prevzem Mlinotesta. Ponudili so 1600 sit za delnico Mlinotesta. Prag uspešnosti ponudbe so določili pri 75 odstotkih vseh izdanih delnic Mlinotesta, torej če bo odkupljenih najmanj 1.791.883 delnic. Cilj prevzema podjetja Mlinotest je bil povečati tržni delež na vseh trgih ter povečati pogajalsko moč proti kupcem, predvsem velikim domačim in tujim trgovskim sistemom. Prav tako bi Pekarna Blatnik izkoristila neizkoriščene kapacitete Mlinotesta in tako preselila industrijski del proizvodnje v Ajdovščino, kjer je imel Mlinotest sodobno pekarno.

13. 10. 2006 se je v prevzemni boj za Mlinotest vključilo podjetje Žito z objavo namere o prevzemu podjetja. Podjetje Žito je bilo prek podjetja Pekarna Vrhnika 17,04 odstotni lastnik Mlinotesta, sedaj pa so želeli zaščititi svoje interese v Mlinotestu in prevzeti celotno podjetje. Pekarna Blatnik se je 19. 10. 2006 na Žitovo namero o prevzemu Mlinotesta odzvala s svojo namero o prevzemu podjetja Žito. S tem so želeli preprečiti monopol, ki naj bi ga Mlinotest in Žito imela, saj naj bi njun tržni delež na področju proizvodnje kruha presegel 50 odstotkov, na področju proizvodnje testenin 80 odstotkov ter na področju mletja žit 75 odstotkov (Miković, 2006, 19. oktober).

Podjetje Žito je 23. 10. 2006 objavilo prevzemno ponudbo za prevzem podjetja Mlinotest po ceni 1680 sit za delnico, kar je bilo 80 sit več kot je ponujala Pekarna Blatnik. Prag uspešnosti je bil določen pri 33 odstotkih, kar pomeni, da bi Žito skupaj z odvisnimi podjetji obvladovalo 50,04 odstotka kapitala Mlinotesta, vendar pa je Agencija za trg vrednostnih papirjev naložila sklic skupščine delničarjev Žitu, če želi prevzeti Mlinotest. Na tej skupščini delničarjev bi moralo tako  $\frac{3}{4}$  navzočega kapitala potrditi prevzem Mlinotesta (Bertoncelj, 2006, 27. oktober).

Ker je Pekarna Blatnik objavila namero o prevzemu Žita, managementu Žita ni bilo dovoljeno sklepati poslov zunaj rednega poslovanja podjetja brez soglasja skupščine delničarjev. Žito bi moralo zato sklicati skupščino, na kateri bi tri četrtine prisotnega kapitala potrdilo prevzem Mlinotesta.

V naslednjem tednu sta oba potencialna prevzemnika začela višati svoje ponudbe. 13. 11. 2006 je Pekarna Blatnik dvignila ponudbo za nakup podjetja Mlinotest na 1690 sit za delnico, zato je 18. 11. 2006 podjetje Žito v odgovor na zvišano ponudbo dvignilo svojo ponudbo na 1700 sit za delnico. Sledil je dvig ponudbe Pekarne Blatnik na 1695 sit za delnico, ki naj bi bil zadnji, saj za njih prevzem z ekonomskega stališča ne bi bil več utemeljen. 20. 11. 2006 je nato podjetje Žito povišalo svojo ponudbo na 1730 sit za delnico, prav tako pa je isti dan Pekarna Blatnik odstopila od namere za prevzem Žita, ki mu tako ni bilo več potrebno sklicati skupščine delničarjev ter pridobiti dovoljenje delničarjev za prevzem Mlinotesta.

Rok za sprejem prevzemne ponudbe podjetja Žito je bil 4. 12. 2006. Žito je bilo kot najvišji ponudnik favorit v prevzemnem boju, ki naj bi mu zaradi nizkega praga uspešnosti uspelo pridobiti zadosten delež delnic, da bi prevzemna ponudba uspela.

O izidu prevzemne ponudbe sta odločila druga največja lastnika Mlinotesta, Kapitalska družba in Slovenska odškodninska družba, saj je bila največja lastnica Vipa Holding s skoraj 25 odstotki Mlinotesta v prevzemnem postopku s strani Vipe d.d., zato ni mogla brez soglasja skupščine delničarjev prodati svojega deleža. KAD in SOD sta tako poskrbela za preobrat v prevzemnem boju za Mlinotest, saj sta svoj skupaj 21,8 odstotni delež prodala podjetju Vipa d.d., ki do tedaj ni sodelovalo v prevzemnem boju. Vipa d.d. je ponudilo za njun delež 1800 sit za delnico ter tako postalo drugi največji delničar v podjetju Mlinotest. Agencija za trg vrednostnih papirjev je tako 7. 12. 2006 odločila, da je prevzemna ponudba podjetja Žito neuspešna, saj ni uspel doseči praga uspešnosti ponudbe, ki je bil določen na 33 odstotkov vseh delnic (Slokar, 2007, str. 36).

Management podjetja Vipa d.d. je 11. 12. 2006 sporočil, da je Vipa d.d. postala večinski lastnik podjetja Vipa Holding. Skupaj sta imeli obe podjetji 46,8 odstotni delež v Mlinotestu. Vipa d.d. je nato 22. 12. 2006 pridobila še 16,5 odstotni delež v Mlinotestu in tako povečala svoj delež na 38 odstotkov, kar pomeni, da je imela skupaj s svojim odvisnim podjetjem, Vipa Holdingom, 63 odstotni delež v Mlinotestu. Ker sta podjetji skupaj imeli 63 odstotkov



kapitala v Mlinotestu, sta bili tako zaradi prevzemne zakonodaje prisiljeni izstaviti prevzemno ponudbo, ki sta jo izstavili 29. 1. 2007. Prevzemna cena je bila določena na 1800 sit za delnico, prevzemni prag pa ni bil definiran. 1. 3. 2007 je Agencija za trg vrednostnih papirjev razglasila prevzemno ponudbo za uspešno. Vipa d.d. je imela s svojim odvisnim podjetjem 69 odstotni delež v Mlinotestu in je zmagala v prevzemnem boju.

## 5.3 Kurativne strategije obrambe uporabljene v primeru

### 5.3.1 Beli vitez

Poskus prevzema Mlinotesta s strani Pekarne Blatnik se je sprevrgel v pravo prevzemno vojno. Management (in tudi sindikat) Mlinotesta namreč ni želel biti prevzet s strani Pekarne Blatnik, zato se je poskušal obraniti prevzema s pomočjo obrambne strategije belega viteza, ki ga je predstavljalo podjetje Žito. To se je kmalu po objavi prevzemne ponudbe s strani Pekarne Blatnik za odkup delnic Mlinotesta vključilo v prevzemni boj z objavo svoje prevzemne namere. Vendar pa Pekarna Blatnik ni želela konkurenta, zato je objavila prevzemno namero za nakup Žita. Prevzemna namera po mojem mnenju ni bila resna, saj Pekarna Blatnik ni imela dovolj sredstev, da bi lahko izpeljala prevzem tako Mlinotesta kot Žita. S prevzemno namero je želela izključiti podjetje Žito iz prevzemnega boja, saj podjetje v prevzemnem postopku ne more brez soglasja delničarjev opravljati poslov izven rednega poslovanja, kamor spada prevzem Mlinotesta. Žito je navkljub temu objavilo prevzemno ponudbo za nakup Mlinotesta. Takrat se je vmešala Agencija za trg vrednostnih papirjev in naložila Žitu sklic skupščine delničarjev, ki jo je Žito napovedalo za 21. 11. 2006. Do skupščine delničarjev nazadnje ni prišlo, ker Pekarna Blatnik v predvidenem roku ni objavila prevzemne ponudbe za Žito. Podjetje Žito je sklic skupščine zato preklicalo: ker ni bilo več v prevzemnem postopku, ni bilo potrebe po soglasju delničarjev. Oba prevzemnika sta nato dvakrat povišala svojo ponudbo, vendar je Žito s 1730 sit za delnico postalo favorit. Maksima ID in ostali delničarji podjetja Mlinotest so prodali svoje deleže Žitu, ki je s tem pridobilo 26 odstotni delež, vendar ni doseglo praga uspešnosti prevzemne ponudbe. KAD in SOD sta se namreč odločila prodati svoja deleža podjetju Vipa d.d., ki jima je ponudilo interno ponudbo za nakup njunega deleža po ceni 1800 sit za delnico. Vipa d.d. je kasneje pridobila večinski delež v Mlinotestu. Beli vitez podjetja Mlinotest je bil uspešen pred napadom Pekarne Blatnik, vendar kasneje ni uspel obraniti podjetje pred podjetjem Vipa d.d.

## 6 ŠTUDIJA PRIMERA OBRAMBE PODJETJA YAHOO

### 6.1 Predstavitev podjetja Yahoo

Začetki podjetja Yahoo segajo v leto 1994, ko sta Jerry Yang in David Filo, dva študenta Standfordske univerze, naredila vodnik po spletnih straneh imenovan Jerry and David's guide to the World Wide Web, da bi lažje sledila svojim priljubljenim spletnim stranem na

internetu. Aprila istega leta sta svojo spletno stran preimenovala v Yahoo in ta je v jeseni imela že milijon obiskovalcev na dan. Ustanovitelja sta tako kmalu spoznala, da imata pred seboj odlično poslovno priložnost, zato sta naslednjega leta registrirala domeno Yahoo, ter v marcu leta 1995 ustanovila podjetje Yahoo. Zaradi hitre rasti podjetja in potrebe po novih sredstvih se je aprila 1996 podjetje preoblikovalo v delniško družbo in začelo kotirati na borzi. Prodali so 2,6 milijona delnic po 13 dolarjev, kar je pomenilo, da je bila tržna kapitalizacija vredna 33,8 milijona dolarjev.

Konec 90-ih Yahoo že nekaj časa ni bil več samo internetni iskalnik, ampak je prerasel v portal. Ponujal je pregled nad vremenom, delnicami, športom, rumenimi stranmi, klepetalnicami in številnimi tematskimi kategorijami. Uporabnikom so ponudili tudi odprtje uporabniškega računa elektronske pošte. Do leta 1997 je Yahoo na dan obiskalo več ljudi kot Excite, Lycos in Infoseek skupaj. Delnice podjetja pa so od začetka narasle za 511 odstotkov. V letu 1998 je Yahoo kupil Viaweb, ki so ga vgradili v portal Yahoo kot Yahoo stores in je omogočal uporabnikom, da odprejo internetno trgovino in prodajajo stvari preko Yahoo portala. V istem letu je lansiral storitev imenovano Yahoo pager, iz katere je leto kasneje nastal Yahoo Messenger, ki je program za izmenjavanje kratkih sporočil med različnimi uporabniki.

V letu 2000 je doživel svoj prvi hekerski napad, zaradi katerega je bil portal kratek čas nedelujoč. Podpisan je bil tudi dogovor s podjetjem Google, v katerem sta se obe podjetji domenili, da bo internetne rezultate na Yahoojevem portalu prikazoval Googlov iskalnik. Dogovor je bil kasneje v letu 2004 preklican.

Leta 2005 sta Yahoo in Microsoft sporočila, da si bodo uporabniki Yahoo Messengerja in Microsoftovega MSN Messengerja lahko med seboj pošiljali sporočila, saj sta bila programa do tedaj nekompatibilna. Uporabniki si tako niso mogli izmenjavati sporočil med seboj.

Management podjetja je v letu 2008 sporočil, da bo podjetje odpustilo 1500 zaposlenih, saj ne more učinkovito konkurirati z Googlom, ki je bil tedaj vodilni na tem področju. Kasneje istega leta je Jerry Yang sporočil, da bo prenehal opravljati funkcijo direktorja odbora direktorjev podjetja. Nasledila ga je Carol Bartz.

Danes je Yahoo globalno podjetje z 13900 zaposlenimi v več kot 25 državah. Svoj portal ponujajo v več kot 30 jezikih ter jih letno obišče več kot 1,5 milijard uporabnikov. Prihodki so v letu 2009 znašali 6,45 milijard dolarjev, medtem ko je dobiček znašal 598 milijonov dolarjev (History of Yahoo, 2010, 26. junij).

## 6.2 Predstavitev podjetja Microsoft

Začelo se je leta 1975, ko sta Bill Gates in Paul Allen razvila prvi računalniški jezik za osebne računalnike, imenovan BASIC in ga licencirala prvi stranki, podjetju MITS, izdelovalcu osebnega računalnika Altair 8800. Leto kasneje so v uradu državnega sekretarja Nove

Mehike, kjer je podjetje na začetku imelo sedež, registrirali ime Microsoft, ki je ponujalo računalniške programe za avtomatsko obdelavo podatkov, pred-programirane procesne sisteme in storitve obdelave podatkov, vključujoč programerske storitve.

Leta 1978 so ustanovili prvi mednarodni prodajni urad na Japonskem. Microsoft je imenoval ASCII Microsoft v Tokiu za svojega ekskluzivnega prodajnega zastopnika na daljnem vzhodu. To leto je skupna prodaja podjetja prvič preseгла 1 milijon dolarjev. V naslednjem letu je Microsoft nadaljeval svoje širjenje na tuje trge in je na evropskih tleh ustanovil Vector Microsoft.

Leta 1981 je IBM predstavil svoj osebni računalnik (PC), ki je uporabljal Microsoftov MS-DOS 1.0 ter njihove programske jezike BASIC, COBOL, PASCAL in še nekatere njihove izdelke. Microsoft je obdržal pravico do distribucije tega operacijskega sistema tudi za klone novo nastalega strojnega standarda, kar se je kasneje izkazalo za enega od glavnih ključev komercialnega uspeha podjetja. Istega leta se je Microsoft v Washingtonu registriral kot korporacija v privatni lasti z Billom Gatesom kot predsednikom odbora direktorjev in Paulom Allenom kot izvršnim podpredsednikom, ki pa je že čez dve leti odstopil s tega položaja, ostal pa je v odboru direktorjev. V istem letu so razkrili program Windows, ki je bil v svoji prvotni verziji dodatek MS-DOS-u, le-ta pa je nudil uporabniku grafično delovno okolje. Leta 1985 so naznanili maloprodajno dobavo MS Windows, ki je tedaj že prerasel v operacijski sistem in je nadgrajeval MS-DOS. Uporabnikom je bila odslej omogočena hkratna uporaba več programov brez vsakokratnega zaustavljanja in zaganjanja posameznega programa.

Z začetno ceno 21 dolarjev na delnico, ki se je do konca prvega dneva trgovanja dvignila na 28 dolarjev, je vstopil Microsoft leta 1986 kot delniška družba na borzo. Skupna vrednost prodanih delnic v začetni javni ponudbi je bila 61 mio USD.

Operacijski sistem Windows 3.0, ki so ga predstavili leta 1990, je hitro postal prodajna uspešnica, deloma zato, ker so ga tržili v štiriindvajsetih državah v dvanajstih jezikih, deloma pa tudi po zaslugi kompleta Office, ki so ga predstavili leto kasneje. V letu 1993 je tako prodaja operacijskega sistema Windows dosegla 25 milijonov registriranih uporabnikov.

V Atlanti so na srečanju Windows World leta 1993 najavili začetek dobave operacijskega sistema Windows NT. Šlo je za njihov prvi pravi 32 bitni operacijski sistem, ki je bil primeren za uporabo na zmogljivejših strežnikih. Danes so nasledniki tega sistema prevzeli vodilno vlogo tudi na trgu uporabniških računalnikov.

Microsoft je enega izmed vrhuncev dosegel leta 1995, ko je predstavil močno prenovljeno okolje Windows 95. Že po petih dneh so objavili, da je prodaja v trgovinah dan pred tem preseгла milijon izvodov. Tri leta kasneje so izšli Windows 98, ki so bili v bistvu le izboljšana različica okolja Windows 95, prvič pa so pri Microsoftu uradno priznali pomen interneta z vključitvijo spletnega brskalnika v sam sistem.

Bill Gates je z namenom, da bi se osredotočil na dolgoročne strateške cilje podjetja, predal vodenje Microsofta Stevu Ballmerju leta 2000. V istem letu so izšli tudi Windows 2000, ki pa niso izpolnili vseh pričakovanj, zato je že oktobra 2001 Microsoft predstavil nov operacijski sistem Windows XP, ki ni več temeljil na sistemu MS-DOS. Osebni računalniki z novim sistemom so postali hitrejši in stabilnejši.

Leta 2006 je Microsoft predstavil Windows Visto za poslovne uporabnike, v letu 2007 pa tudi za ostale uporabnike. Sočasno je izšel tudi paket Office 2007. Tri leta po izidu Viste je Microsoft predstavil Windows 7, ki si ga je po 6 mesecih lastilo že 100 milijon ljudi. To pomeni, da so postali Windows 7 daleč najhitreje prodajan operacijski sistem v zgodovini.

Danes je Microsoft tretja največja korporacija po vrednosti podjetja na svetu z 93.000 zaposlenimi v več kot 100 državah po svetu. Njihovi prihodki so v letu 2009 dosegli 58,4 milijard dolarjev, medtem ko je dobiček znašal 14,6 milijard dolarjev (History of Microsoft, 2010, 26. junij).

### 6.3 Poskus prevzema podjetja Yahoo

Yahoo in Microsoft sta se na skrivaj pogovarjala o možnosti prijateljskega prevzema že v letih 2005, 2006 in 2007, vendar so bili vsi pogovori neuspešni. Steve Ballmer, predsednik odbora direktorjev v Microsoftu, se je zato odločil za drugačno strategijo. 31. 1. 2008 je poslal Yahoojevemu odboru direktorjev uradno pismo o nameri prevzema podjetja Yahoo. Ponudba je znašala 44,6 milijard dolarjev oziroma 31 dolarjev na delnico, kar je pomenilo, da bi plačali 62 odstotno premijo na vrednost delnice, ki bila vredna 19,18 dolarjev. Ponudba je tudi predvidevala, da bi sedanje lastnike izplačali v denarju in delnicah, stroški skupnega podjetja pa bi se zaradi ekonomij obsega z združitvijo zmanjšali za 1 milijardo dolarjev na leto. Prevzem bi ustvaril močnega konkurenta Googlu. Skupni letni prihodki Microsofta in Yahooja bi znašali 59,1 milijarde dolarjev, vendar pa bi večino teh prihodkov predstavljala prodaja Microsoftovega operacijskega sistema Windows in pisarniškega paketa Office, medtem ko bi prihodki iz spletnega poslovanja znašali 9,4 milijarde dolarjev, od tega bi jih Yahoo prispeval 7 milijard dolarjev. Microsoft se je na ta način želel približati Googlu, čigar letni prihodki so znašali 16,6 milijarde dolarjev. Z združitvijo bi združen brskalnik Microsofta in Yahooja dosegel 31,5 odstotni delež v ZDA, medtem ko bi Google še vedno z lahkoto zadržal prvo mesto s slabimi šestdesetimi odstotki trga. Microsoft in Yahoo bi tako skupaj imela kar 83,1 milijona uporabnikov spletne pošte v ZDA, medtem ko se je Google takrat lahko pohvalil s slabimi 14 milijoni uporabnikov. Prednost bi imela tudi pri klepetu prek zasebnih sporočil, saj je Yahoo Messenger in Microsoftov MSN Messenger uporabljalo 47 milijonov uporabnikov samo v ZDA, medtem ko je Googlov program za klepet uporabljalo 2 milijona uporabnikov (Rutar, 2008, 6. februar).

11. 2. 2008 je odbor direktorjev Yahooja soglasno zavrnil Microsoftovo ponudbo za nakup Yahooja za 44,6 milijarde dolarjev. V obrazložitvi so pojasnili, da je ponudba prenizka in

močno podcenjuje vrednost podjetja. V odgovor na Yahoojev komentar so predstavniki podjetja Microsoft izjavili, da je bila njihova ponudba pravična, zato obžalujejo takšno odločitev vodstva podjetja Yahoo. Sporočili so tudi, da po pogovorih z delničarji obeh podjetij ne bodo odstopili od ponudbe, saj je transakcija v najboljšem interesu obeh strani. Poudarili so tudi, da so pripravljeni narediti vse potrebno, da bo transakcija uspela, tudi če bi to pomenilo zaobiti vodstvo družbe in nasloviti ponudbo direktno na delničarje podjetja Yahoo ali celo poskusiti zamenjati Yahoojev odbor direktorjev, ki mu bo kasneje v letu 2008 potekel mandat (Mintz, 2008, 11. februar).

Zanimiv je tudi podatek, da je imelo skoraj 90 odstotkov Yahoojevih institucionalnih delničarjev v svojem portfelju tudi Microsoftove delnice, s tem da so imeli v povprečju vloženega več denarja v Microsoft. Ti investitorji niso želeli, da bi Microsoft preplačal Yahoo.

Nekaj dni po zavrnitvi ponudbe so se v javnosti pojavile novice, da se podjetji Yahoo in News Corporation pogovarjata o morebitni združitvi. V začetku ni bilo jasno, ali gre za resne pogovore, ali le poskus Yahooja, da bi zvišal prevzemno ponudbo s strani Microsofta. Novico je najprej objavil časopis Wall Street Journal, ki je bil v lasti podjetja News Corporation. Slednje naj bi si želelo združiti lastne spletne strani, kot je na primer MySpace.com, z vsem kar prinaša Yahoo. V podjetju Yahoo so novico o dogovarjanju z News Corporation komentirali le z izjavo, da Yahoo pozorno ocenjuje vse alternative, ki bi povečale premoženje delničarjev (Green, 2008, 14. februar).

Microsoft je najel podjetje Innisfree M&A, ki je specializirano za prevzeme. Pomagalo naj bi pri boju za delničarske glasove za odstavitev Yahoojevega odbora direktorjev, ki je bil nenaklonjen prevzemu s strani Microsofta. Yahoojev 10 članski odbor direktorjev so kasneje v letu čakale volitve v odbor, zato je poskušal Microsoft nastaviti združitvi naklonjen odbor direktorjev. Za svoje storitve naj bi podjetje Innisfree M&A dobilo dvajset do trideset milijonov dolarjev, kar bi podjetje Microsoft stalo precej manj, kot če bi morale zvišati ponudbo za odkup (Kouwe & Lauria, 2008, 12. februar).

28. 2. 2008 je Yahoo razkril, da je bilo proti managementu podjetja vloženih sedem različnih tožb s strani delničarjev podjetja zaradi zgrešenega pristopa do Microsoftovega prevzema. Dve tožbi sta obtoževali management podjetja, da je prekršil zaupane dolžnosti, med drugim zato, ker se ni uspel dogovoriti o transakciji z Microsoftom ali kakšnim drugim potencialnim ponudnikom v preteklosti in sedanosti. V treh tožbah pa so tožniki očitali managementu podjetja Yahoo, da ni delal v najboljšem interesu delničarjev in si je želel le utrditi položaje v vodstvu podjetja (Richards, 2008, 28. februar).

5. 3. 2008 je Yahoo preložil rok za nominiranje kandidatov v odbor direktorjev, ki bi se sicer iztekel 14. marca, za nedoločen čas. Vendar Yahoo ni mogel zavlačevati v nedogled. Moral je upoštevati zakone ter sklicati letno skupščino delničarjev najkasneje trinajst mesecev po zadnji skupščini, ki je bila 12. 6. 2007. Yahoojev management si je s tem uspel pridobiti čas za

iskanje možnega belega viteza, ki bi dvignil ceno delnice Yahooja ali ga celo prevzel (Sorkin, 2008, 5. marca).

10. 3. 2008 so se prvič po Microsoftovi ponudbi za prevzem srečali predstavniki Microsofta in Yahooja. Smisel sestanka niso bila pogajanja o prevzemni ceni, temveč predstavitev Microsoftove vizije združitve. To bi lahko bil znak otoplitve odnosov, vendar po sestanku nobena stran ni dajala izjav. Povod za sestanek bi lahko bili tudi propadli pogovori med Yahoojem in News Corporation, saj je management podjetja News Corporation objavil, da nima namena prevzeti Yahoo. Management Yahooja je tako izgubil najverjetnejšega potencialnega belega viteza, ki bi jih lahko rešil pred prevzemom s strani Microsofta (Thomas & Mider, 2008, 15. marec).

Dober mesec in pol po objavi Microsoftove prevzemne ponudbe za Yahoo, se je Alibaba Group, katere 39 odstotni lastnik je bil Yahoo, zanimala za odkup svojega deleža, saj je želela ohraniti neodvisnost v primeru Microsoftovega prevzema Yahooja. Ta poteza bi imela velike posledice na vrednost Yahooja, saj je bil Alibaba.com eden od večjih internetnih iskalnikov na Kitajskem, od katerega si je Yahoo obetal veliko prihodkov v prihodnosti. Klavzula v pogodbi med Alibaba Group in Yahoojem je namreč določala, da lahko Alibaba Group odkupi svoj delež od Yahooja v primeru spremembe lastništva v Yahooju. Izguba deleža v Alibaba Group bi tako pomenilo padec vrednosti delnic Yahooja.

10. 4. 2008 je podjetje News Corporation, s katerim se je Yahoo pogovarjal o morebitni združitvi, sporočilo, da se pogovarja z Microsoftom o možnem skupnem prevzemu Yahooja. Pogovori so bili presenetljiv preobrat v 2 mesečnem Microsoftovem prevzemnem boju za Yahoo. News Corporation, s katerimi se je Yahoo pogovarjal o združitvi in je veljal za potencialnega belega viteza, se je tako izkazal za manj prijateljskega (Sorkin & Helft, 2008, 10. april).

V nedeljo 27. 4. 2008 je potekel rok, ki ga je postavil Microsoft za sklenitev prevzema Yahooja. Microsoft se je moral zdaj odločiti ali za odstopitev od prevzemne ponudbe ter poiskati nove alternative drugje ali pa sovražno prevzeti Yahoo z odstavitvijo sedanjega managementa in imenovanjem novega na skupščini delničarjev preko boja za glasove delničarjev. Izbira slednje strategije bi za Microsoft pomenila dodatne stroške ter izgubo dragocenega časa, saj je bila skupščina delničarjev sklicana šele za julij. Prav tako pa bi sovražni prevzem negativno vplival na moralo zaposlenih in na stranke Yahooja, ki bi tako lahko prestopili h Googlu.

4. 5. 2008 je Microsoft sporočil, da je opustil prevzem Yahooja. V izjavi so zapisali, da se jim je prevzem zdel smiseln tako za Microsoft, Yahoo in za trg kot celoto, ampak po zavrjeni zvišani ponudbi se jim prevzem z ekonomskega stališča ne zdi več upravičljiv. Do izjave je prišlo dan po tem, ko sta se srečala predsednika obeh odborov direktorjev Jerry Yang in

Steven Ballmer. Na pogajanjih je Jerry Yang želel, da bi Microsoft ponudil 37 dolarjev za delnico Yahooja, kar je bilo veliko več kot trenutna ponudba 33 dolarjev za delnico.

Carl Ichan, eden od delničarjev Yahooja, je 16. 5. 2008 oznanil, da je management ravnal neodgovorno, ko je zavrnil Microsoftovo ponudbo in da bo skupaj z nekaterimi drugimi delničarji poskušal zamenjati dotedanji management na letni skupščini. Carl Ichan je bil zelo naklonjen prevzemu s strani Microsofta in si je želel, da bi Yahoo obnovil pogovore z Microsoftom, čeprav slednji ni potrdil, da si želi nazaj za pogajalsko mizo (Sorkin & Helft, 2008, 16. maj).

21. 5. 2008 je Microsoft potrdil, da je prišlo do ponovnega srečanja med Yahoojem in Microsoftom. Tema pogovorov niso bila pogajanja o prevzemu, temveč druge možne oblike sodelovanja med podjetjema. Microsoft se je predvsem zanimal za internetni iskalnik, ki bi ga rad odkupil.

Dan kasneje je Yahoo preložil letno skupščino delničarjev s 3. 7. na 1. 8. 2008, saj se je management Yahooja želel pripraviti na glasovanje na skupščini delničarjev. Carl Ichan je medtem pospešeno kupal Yahoojeve delnice in s tem pridobival dodatne glasove, ki bi bili še kako pomembni na letni skupščini, kjer bodo izvolili nov management. Sam je predlagal nov 10 članski management, ki bi podprl pogovore med Microsoftom in Yahoojem in bi zamenjal dotedanji management (Yen, 2008, 22. maj).

30. 5. 2008 so se skrivoma sestali predstavniki Yahooja in Microsofta. Microsoft je na sestanku predlagal nakup 16 odstotnega deleža v Yahooju za 35 dolarjev na delnico. S tem bi kupil Yahoojev internetni iskalnik, vendar bi prihodki od oglasov, ki bi izvirali iz Yahoojevega iskalnika, pripadali Yahooju, kar bi približno nanese dodatno milijardo prihodkov ali več na leto. Microsoft je na sestanku tudi ponovil, da ne razmišlja več o nakupu celotnega Yahooja. Ponudbo je management Yahooja kmalu zavrnil, saj bi bila prodaja internetnega iskalnika, ki je osnovna dejavnost Yahooja, gledano dolgoročno, ekonomsko nelogična.

Na dan so prišle podrobnosti o Yahoojevih prizadevanjih za preprečitev prevzema s strani Microsofta. Yahoo je 12. 2. 2008 sprejel program odpravnin, v katerem bi bilo vseh 13800 zaposlenih upravičenih do odškodnine v denarju in delnicah, če bi bili odpuščeni ali dali odpoved po premestitvi na drugo delovno mesto v roku dveh let po Microsoftovem prevzemu. Nadalje, te odpravnine bi se povečevale z višanjem prevzemne ponudbe. Glede na ponudbo 31. 1. 2008, ko je Microsoft ponudil 44,6 milijard dolarjev oziroma 31 dolarjev na delnico, bi višina odpravnin znašala od 462 milijonov do 2,1 milijarde dolarjev glede na podatke Yahooja. Če bi Microsoft povečal ponudbo na 35 dolarjev za delnico, pa bi se vrednost odpravnin povečala na 514 milijonov oziroma do 2,4 milijarde dolarjev. To bi lahko razložilo, zakaj Microsoft ni želel povišati svoje ponudbe (Liedtke, 2008, 3. junij).

6. 6. 2008 je Carl Ichan v odprtem pismu Yahoojevemu managementu oznanil ceno za katero misli, da bi morali Yahoo prodati. Če bi mu uspelo zamenjati dotedanji management, bi Microsoftu ponudil Yahoo za 34,375 dolarjev za delnico, kar je 1,375 dolarja več kot je znašala Microsoftova zadnja ponudba. Prav tako bi spremenil program odpravnin, ki naj bi bil preveč agresiven.

12. 6. 2008 je podjetje Yahoo sklenilo dogovor o oglaševanju podjetja Google na Yahoojevem portalu. Dogovor naj bi Yahooju prinesel dodatnih 250 do 450 milijonov dolarjev letno, Googlu pa bi utrdil prevlado v oglaševanju. Dogovor naj bi podrobno pregledalo tudi Ministrstvo za pravosodje, da bi presodilo, če dogovor krši protimonopolno zakonodajo, saj bi Yahoo in Google skupaj obvladovala skoraj 80 odstotkov trga.

V odgovor na Yahoojev in Googlov dogovor o skupnem sodelovanju je Microsoft ponudil nov predlog Yahooju, v katerem bi Microsoft kupil 16 odstotni delež v Yahooju za 8 milijard dolarjev, hkrati pa bi za 1 milijardo odkupil iskalnik podjetja Yahoo. Dogovor je vključeval tudi partnerstvo pri delitvi prihodkov od oglasov, kar bi nanese dodatno milijardo dolarjev. V izjavi za javnost je Yahoo zavrnil njihovo ponudbo ter povedal, da so pogovori med njima končani (Wakabayashi & Das, 2008, 14. junij).

7. 7. 2008 je Microsoft objavil, da podpira Carla Ichana pri odstavitvi managementa. Z izpolnitvijo tega pogoja bi se bil Microsoft ponovno pripravljen pogovarjati o možnem odkupu dela ali prevzemu celega podjetja Yahoo. Za vse delničarje, nezadovoljne z zdajšnjim managementom, je bil to še dodaten razlog, da bi podprli Carla Ichana v boju za zamenjavo managementa.

13. 7. 2008 je Yahoo zavrnil zadnji predlog, ki ga je podal Carl Ichan ob podpori Microsofta. Predlog, veljaven samo 24 ur, je bil v bistvu ultimatum, saj ni predvideval nikakršnih pogajanj. Po njem bi morali prestrukturirati Yahoo, prodati internetni iskalnik Microsoftu za milijardo dolarjev ter zamenjati management. Z dogovorom naj bi Yahoo letno zaslužil dodatnih 300 milijonov dolarjev, kar je primerljivo z dogovorom, ki ga je Yahoo sklenil z Googlom, po katerem naj bi letno zaslužili dodatno od 250 do 450 milijonov dolarjev (Chapman, 2008, 13. julij).

21. 7. 2008 je Yahoo sporočil, da so se pogodili s Carlom Ichanom, da odpove boj za delničarska pooblastila. V zameno so mu ponudili tri sedeže v odboru direktorjev, tako da se bi dotedanji devetčlanski management preoblikoval v enajstčlanskega, medtem ko bi en član dotedanjega managementa odstopil. Prav tako so morali pristati na možnost prodaje Yahooja Microsoftu, čeprav ni bilo jasno, ali bo do nje prišlo (Liedtke, 2008, 21. julij).

Zaradi sklenitve dogovora s Carlom Ichanom na letni skupščini ni prišlo do velikih sprememb. Čeprav se je na skupščini pokazalo nezadovoljstvo delničarjev z managementom, je vseeno dobil podporo delničarjev. Prišlo je sicer do manjših nepravilnosti pri glasovanju o ponovni



izvolitvi dotedanjih direktorjev, vendar pa revizija glasovanja ni prinesla večjih sprememb v rezultatih in do izvolitve novega managementa vendarle ni prišlo. S tem se je upanje, da Yahoo ostane samostojen, povečalo, saj je Microsoft že prej namignil, da ne bo prevzel Yahoo, če bi na položaju ostal dotedanji management.

Po štirih mesecih borbe z Ministrstvom za pravosodje, je Google objavil, da bo prekinil sodelovanje z Yahoojem. Oglaševalci, založniki in drugi, kot na primer Microsoft, so si tako oddahnili, saj bi združena Yahoo in Google imela monopol, kar bi zavrlo konkurenco in bi vodilo do višjih cen oglaševanja. Google se je tako odločil, da bi bile koristi dogovora z Yahoojem premajhne, da bi tvegali tožbo s strani regulatorja. Yahoo je tako izgubil potencialni denarni tok v višini do 450 milijonov dolarjev letno, kar je bil velik udarec za management Yahooja, ki je s tem dogovorom miril delničarje (Hof, 2008, 5. november).

19. 11. 2008 je Jerry Yang sporočil, da bo odstopil z mesta predsednika odbora direktorjev ter se umaknil iz podjetja. Bil je prisiljen odstopiti, saj je cena delnice Yahooja v času od objave prevzemne ponudbe Microsofta padla za več kot polovico, na vsega 9,14 dolarjev. Njegov umik s položaja so zelo pozitivno sprejeli v Microsoftu, ki je sporočil, da so pripravljene na nove pogovore.

11. 12. 2008 je management Yahooja oznanil, da bo odpustil več kot 1500 delavcev, saj pri teh stroških ne more več konkurirati v poslabšanih ekonomskih razmerah (Fiveash, 2008, 11. december).

Več kot pol leta kasneje, 29. 7. 2009, sta Yahoo in Microsoft sporočila, da sta sklenila sodelovanje na področju internetnega iskanja. Desetletni dogovor naj bi Yahooju prinesel dodatnih 500 milijonov dolarjev letno oziroma 88 odstotkov prihodkov od tega dogovora in prodajo oglasnega prostora na nekaterih Microsoftovih spletnih straneh. Z zmanjšanim investiranjem v svojo tehnologijo iskanja pa bi Yahoo na letni ravni prihranil dodatnih 200 milijonov dolarjev. Microsoft bi z dogovorom pridobil dostop do podatkov o iskanjih uporabnikov, ki so pomembni za razvoj učinkovitega internetnega oglaševanja ter preostalih 12 odstotkov prihodkov od oglaševanja (Liedtke, 2009, 29. julij).

Management Yahooja se je tako uspešno obranil prevzema s strani Microsofta.

## 6.4 Preventivne strategije obrambe uporabljene v primeru

### 6.4.1 Nakup lastnih delnic

Marca 2001 je odbor direktorjev Yahooja odobril nakup lastnih delnic v vrednosti 500 milijonov dolarjev, kar so v naslednjih letih tudi izvedli. Z nakupom lastnih delnic so zmanjšali razpršenost lastništva delnic in s tem tudi možnost sovražnega prevzema. Namen te obrambne strategije je bil zmanjšati število delnic, ki jih je bilo mogoče kupiti na borzi in hkrati zmanjšati razliko med borznim tečajem in notranjo vrednostjo podjetja, saj so delnice

Yahooja v enem letu padle iz 178 dolarjev na delnico, kolikor so bile vredne v začetku marca 2000, na vsega 17 dolarjev, kolikor so bile vredne v začetku marca 2001.

Ponoven nakup lastnih delnic je Yahoo odobril v marcu 2005. Odkupili naj bi delnice v vrednosti 3 milijard dolarjev, kar je takrat predstavljalo približno 7 odstotkov vseh delnic. Po načrtu naj bi delnice kupovali od časa do časa v obdobju naslednjih 5 let, odvisno od tržnih razmer in od cene delnice.

#### 6.4.2 Zlata padala

Zlata padala so denarno nadomestilo managementu ob morebitni izgubi zaposlitve po spremembi lastništva. Običajno opredeljujejo enkratno izplačilo nadomestila v vrednosti več njegovih plač, zaradi predčasne prekinitve pogodbe o zaposlitvi (Bertoncel, 2005, str. 106).

V primeru podjetja Yahoo so uvedli obrambno strategijo zlatih padal, vendar so jo razširili na vse zaposlene in ne samo na management. Zaposleni in management bi bili v primeru spremembe lastništva nad podjetjem Yahoo upravičeni do najmanj 4 in največ 24 mesečnih plač, odvisno od njihovega položaja v podjetju, če bi bili v roku dveh let po spremembi lastništva odpuščeni. Strategija je vključevala tudi klavzulo, po kateri bi vsak zaposleni dobil odškodnino, tudi kadar bi sam odpovedal delovno razmerje, vendar samo v primeru, da bi za to imel dobre razloge. S tem bi bodočemu lastniku onemogočili, da bi si znižal stroške poslovanja z nižanjem plač zaposlenih oziroma s premestitvijo zaposlenih na slabše plačana delovna mesta. Prav tako pa bi klavzula preprečila zniževanje stroškov odpravnin v primeru, ko bi zaposlenega najprej premestil na nižje delovno mesto, kjer bi mu pripadala manjša odpravnina ter ga šele na to odpustili. Takšna klavzula bi tako oteževala tudi reorganizacijo podjetja brez dodatnih stroškov odpravnin. Zlato padalo je vključevalo tudi zdravstveno in zobozdravstveno varstvo glede na višino pripadajoče odškodnine, kot tudi povračilo za iskanje nove službe do dveh let. Stroški prevzema podjetja Yahoo bi se tako dvignili za 462 milijonov in vse do 2,1 milijarde dolarjev. Slednja številka bi pomenila, da bi Microsoft moral odpustiti vse Yahoojeve delavce.

#### 6.4.3 Izdaja posebnih prednostnih vrednostnih papirjev – flip-in opcijske pravice

V letu 2001 je Yahoo potrdil izdajo posebnih prednostnih vrednostnih papirjev, ki naj bi služili kot varovalo v primeru, če bi kakšen od delničarjev ali skupina delničarjev pridobila več kot 15 odstotni delež oziroma dali ponudbo za nakup takega deleža v Yahooju. Opcijske pravice je Yahoo razdelil kot dividendo na delnice in sicer za vsako navadno delnico po eno. S tem jim je zagotovil prednostno pravico do nakupa prednostnih delnic, ki so jih lahko kupili po ceni 250 dolarjev na delnico, kar je precej nad tržno vrednostjo delnice, ki je imela takrat 52-tedenski vrh pri 173 dolarjev za delnico in dno pri 11,4 dolarjev za delnico. Pogoji bi se spremenili, ko bi posamezen delničar ali skupina delničarjev dosegli 15 odstotni delež v Yahooju. Takrat bi bili ti delničarji upravičeni do prednostnega nakupa delnic po tečaju, ki bi

bil bistveno nižji od tržne vrednosti. Prezemniku bi bila ta pravica odvzeta, če bi jo seveda sploh posedoval. Ob izdaji novih delnic bi se delež prevzemnika zmanjšal. Prevzem bi se tako močno podražil.

V primeru Microsoftovega poskusa prevzema ni prišlo do aktivacije te obrambne strategije, saj Microsoft ni nikoli pridobil takšnega deleža v Yahooju.

## 6.5 Kurativne strategije obrambe uporabljene v primeru

### 6.5.1 Prepričevanje delničarjev, da je cena prenizka

Management Yahooja je poskusil prepričati delničarje, da je ponujena ponudba prenizka. Trdil je, da je 31 dolarjev za delnico prenizka ponudba, čeprav je bila vrednost delnice na borzi en dan pred objavo ponudbe za prevzem samo 19,18 dolarjev, kar bi ob prevzemu pomenilo 62 odstotno premijo na ceno delnice. Cena delnice je nazadnje imela tako vrednost v začetku novembra 2007, skoraj tri mesece nazaj. Management si je s to obrambno strategijo vsaj v začetku želel pridobiti čas za iskanje belega viteza, saj ni bil zainteresiran za prevzem s strani Microsofta. Kasneje je Microsoft ponudbo povečal na 33 dolarjev za delnico, vendar za Jerrya Yanga, predsednika odbora direktorjev Yahooja, tudi to ni bilo dovolj, da bi privolil v prevzem.

Že pri prvi ponudbi so bili nekateri delničarji pripravljene sprejeti ponudbo. Posamezni delničarji so zato proti managementu Yahooja celo sprožili tožbe zaradi neupoštevanja najboljšega interesa delničarjev. Ko pa je Yahoo zavrnil tudi drugo Microsoftovo ponudbo, se je angažiral milijarder in delničar Yahooja, Carl Ichan. Podprl je ponudbo Microsofta ter zagrozil, da bo preko delničarskih pooblastil na letni skupščini zamenjal odbor direktorjev ter sam izpeljal prodajo Microsoftu. Do tega kasneje ni prišlo, saj sta management Yahooja in Carl Ichan sklenila dogovor, v katerem je Ichan dobil 3 mesta v odboru direktorjev Yahooja ter obljubo o možnosti dogovora z Microsoftom. Nazadnje do resnih pogovorov o prevzemu ni prišlo, saj Microsofta ni več zanimal celotni prevzem podjetja, temveč samo nakup Yahoojevega internetnega iskalnika.

### 6.5.2 Beli vitez

Obrambna strategija belega viteza velja za skrajno varianto. Management ciljnega podjetja, v našem primeru je to podjetje Yahoo, je želel preprečiti sovražni prevzem s strani Microsofta z vključitvijo sebi prijaznega tretjega akterja, ki bi sam dal ponudbo za prevzem. Beli vitez pa se lahko izkaže za manj prijateljskega kot je management od njega pričakoval – sivi vitez.

Pod vodstvom Jerrya Yanga si je Yahoo od vsega začetka prizadeval ostati samostojen, še posebej pa si ni želel biti prevzet od Microsofta. Slednji je v preteklosti večkrat izrazil namero, da bi se podjetji povezali, vendar Yahoo za to nikoli ni pokazal interesa. Microsoft je

najprej želel izpeljati prijateljski prevzem, ker pa se o tem z Yahoojem ni mogel dogovoriti, se je leta 2008 odločil, da bo prevzem izpeljal tudi za ceno sovražnega prevzema.

Ko je Microsoft 1. 2. 2008 objavil ponudbo za prevzem, si je Yahoo začel takoj iskati potencialnega belega viteza. V ta namen je začel pogovore z različnimi podjetji kot so AOL, Time Warner in News Corporation, vendar nobeno od njih ni pokazalo dovolj interesa. Najverjetnejši kandidat je bilo podjetje News Corporation, toda tudi pogovori z njim niso bili uspešni. Prišlo pa je celo do zanimivega preobrata, saj se je News Corporation pogovarjal tudi z Microsoftom o možnem skupnem prevzemu Yahooja.

Pogovori News Corporation tako z Microsoftom kot z Yahoojem niso bili uspešni. Če pa bi News Corporation dejansko bil beli vitez Yahooja, potem bi pogajanja z Microsoftom pomenila manj prijateljsko potezo ter bi ga tako lahko imenovali sivi vitez.

V prevzemnem boju Yahoo nikoli ni uspel dobiti belega viteza. Deloma tudi zato, ker je bil Microsoft finančno močno podjetje in tekmeci niso bili pripravljeni tekmovati z njim.

## SKLEP

V Sloveniji smo v zadnjem desetletju priča čedalje večjemu številu prevzemov, ki postajajo vse bolj del strateških načrtov razvoja podjetij. S povečanjem števila prevzemov pa so se povečale tudi obrambne aktivnosti podjetij. Medtem ko so kurativni obrambni mehanizmi pri nas že precej v uporabi, še posebej strategija belega viteza, zaostajamo v implementaciji preventivnih obrambnih strategij. Pri vgradnji le teh bi se lahko zgledovali po ZDA, kjer so te strategije bolj razširjene. Uporaba obrambnih strategij namreč ne prinese koristi le managementu ciljnega podjetja, ki si hoče utrditi svoj položaj, ampak tudi tistim delničarjem, ki želijo ohraniti svoj vpliv v podjetju, zato bi ti morali podpreti management pri implementaciji le teh npr. v statutu podjetja. Nadaljnji razlog za vgradnjo obrambnih strategij bi lahko bilo tudi dejstvo, da imajo podjetja z vgrajenimi obrambnimi strategijami v povprečju višje prevzemne premije kot tista, ki jih nimajo, saj je management pri pogajanjih o prevzemni ceni v boljšem položaju. Obrambne strategije tako prinesejo koristi agentu in principalu.

Ali so obrambne strategije sposobne obraniti podjetje pred sovražnim prevzemom? Po mojem mnenju so, kar lahko opazimo tudi pri obeh primerih, ki sem ju izbral.

V primeru Mlinotesta je podjetje Žito uspešno obranilo prevzem s strani Pekarne Blatnik, vendar kasneje ni uspelo doseči praga uspešnosti prevzemne ponudbe, saj sta KAD in SOD v zadnjem trenutku prodala svoja deleža Vipi d.d. Celotna zadeva je bila izpeljana na način, ki ni bil najbolj transparenten. Vipa d.d. je sicer ponudila najvišjo ceno, vendar ni dala priložnosti Žitu, da bi zvišal svojo ponudbo. Osnovni namen belega viteza, t.j. obramba pred

prevzemom Pekarne Blatnik, je bil izpolnjen, vendar je lastnik podjetja kasneje postala Vipa d.d.

V primeru Yahooja enako trdim, da so bile obrambne strategije uspešne pred prevzemom s strani Microsofta, saj ni uspel prevzeti Yahoo. Strategiji, ki sta po moji oceni največ pripomogli k njihovi neodvisnosti, sta bili strategija prepričevanja delničarjev o ponujeni pre nizki ceni in strategija zlatih padal. Jerry Yang je uspešno prepričal večino delničarjev, da je ponujena cena pre nizka in naj glede na ceno 31 dolarjev za delnico zavrnejo prodajo svojih delnic. Nekateri delničarji se seveda s tem niso strinjali, zato so podali tožbe na sodišča, saj so poskušali prisiliti management, da bi sprejel ponudbo. Tudi ko je Microsoft ponudil 33 dolarjev za delnico, je Jerry Yang vztrajal pri samostojnosti. Kot eden od ustanoviteljev podjetja Yahoo ni želel, da bi podjetje utonilo v pozabo pod Microsoftovim okriljem. Pri Microsoftovi drugi ponudbi pa se je angažiral milijarder in delničar Yahooja, Carl Ichan, ki je želel s pomočjo Microsofta in pooblastil za glasovanje na skupščini delničarjev, zamenjati management. Kljub podpori Microsofta in dejstva, da je sam dokupil zajetne svežnje novih delnic, je ugotovil, da mu na skupščini ne bo uspelo zamenjati managementa, zato se je z njim pogodil in v zameno za preklic boja, dobil 3 mesta v odboru direktorjev. Na skupščini se je nato pokazalo, da ima Jerry Yang še zmeraj večinsko podporo delničarjev, vendar ga je vztrajanje pri samostojnosti kmalu pripeljalo do tega, da je moral odstopiti s položaja, saj je cena delnic padla na nezavidljivo nizko raven. Druga od dveh ključnih strategij, ki je Yahooju omogočila samostojnost, je bila strategija zlatih padal. Microsoft bi moral managementu in zaposlenim v Yahooju, v primeru odpovedi delovnega razmerja, plačati posamezniku od 4 do 24 mesečnih plač, odvisno od njegovega položaja v podjetju. Managementu Yahooja je bilo že ob sprejetju zlatih padal jasno, da imajo preveč zaposlenih. To se je 11. 12. 2008 tudi potrdilo, ko je Yahoo odpustil več kot 1500 zaposlenih, kar je več kot 10 odstotkov zaposlenih. V primeru prevzema pa bi jih Microsoft verjetno odpustil še več.

## LITERATURA IN VIRI

1. Bertonce, A. (2005). *Čas prevzemov*. Ljubljana: GV Založba.
2. Bertonce, M. (2006, 27. oktober). Blatniku uspelo, da o Žitovem prevzemu Mlinotesta odloča država. *Finance*. Najdeno 29. julija 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/166727/Blatniku-uspelo-da-o-%A0itovem-prevzemu-Mlinotesta-odlo%E8a-dr%E0ava>
3. Bešter, J. (1996). *Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
4. Brigham, E. F. & Ehrhardt, M. C. (2002). *Financial Management*. London: South-Western, Thomson Learning.
5. Chapman, G. (2008, 13. junij). Yahoo rejects a new Microsoft deal. *The Sydney Morning Herald*. Najdeno 5. junija 2010 na spletnem naslovu <http://news.smh.com.au/world/yahoo-rejects-a-new-microsoft-deal-20080713-3egc.html>
6. Dubrovski, D. (2004). *Strateške poslovne in kapitalske povezave*. Koper: Fakulteta za management.
7. Fiveash, K. (2008, 11. december). Yahoo! waves goodbye to 1,500 workers. *The Register*. Najdeno 10. junija 2010 na spletnem naslovu [http://www.theregister.co.uk/2008/12/11/yahoo\\_1500\\_layoffs\\_search\\_biz/](http://www.theregister.co.uk/2008/12/11/yahoo_1500_layoffs_search_biz/)
8. Gaughan, P. A. (1999). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley & Sons.
9. Green, J. (2008, 14. februar). Yahoo Plays the Field with News Corp. *Bloomberg Businessweek*. Najdeno 15. junija 2010 na spletnem naslovu [http://www.businessweek.com/technology/content/feb2008/tc20080213\\_794662.htm?chan=investing\\_investing+index+page\\_microsoft+moves+on+yahoo](http://www.businessweek.com/technology/content/feb2008/tc20080213_794662.htm?chan=investing_investing+index+page_microsoft+moves+on+yahoo)
10. History of Microsoft. (2010) V *Wikipedia*. Najdeno 26. junija 2010 na spletnem naslovu [http://en.wikipedia.org/wiki/History\\_of\\_microsoft](http://en.wikipedia.org/wiki/History_of_microsoft)
11. History of Yahoo. (2010) V *Wikipedia*. Najdeno 26. junija 2010 na spletnem naslovu [http://en.wikipedia.org/wiki/History\\_of\\_Yahoo!](http://en.wikipedia.org/wiki/History_of_Yahoo!)
12. Hof, R. (2008, 5. november). Google Ends Search Advertising Deal with Yahoo. *Bloomberg Businessweek*. Najdeno 15. junija 2010 na spletnem naslovu [http://www.businessweek.com/the\\_thread/techbeat/archives/2008/11/google\\_ends\\_search\\_advertising\\_deal\\_with\\_yahoo.html?campaign\\_id=rss\\_blog\\_tech\\_beat](http://www.businessweek.com/the_thread/techbeat/archives/2008/11/google_ends_search_advertising_deal_with_yahoo.html?campaign_id=rss_blog_tech_beat)

13. Kocbek, M. (1997). *Zakon o prevzemih s komentarjem*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
14. Kocbek, M. (1999). Prevzem podjetij in prevzem gospodarske družbe – Pridobitev kontrolnega deleža delniške družbe. *Pravnik*, 6-8, 321-331.
15. Kouwe, Z. & Lauria, P. (2008, 12. februar). Shareholders, Ballmer pour on the pressure. *New York Post*. Najdeno 15. junija 2010 na spletnem naslovu [http://www.nypost.com/p/news/business/item\\_2GD7KVnyDnD8nqQQZ3wJRAI](http://www.nypost.com/p/news/business/item_2GD7KVnyDnD8nqQQZ3wJRAI)
16. Lahkovnik, M. (1998). *Proučevanje strategije priključitve podjetja* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
17. Liedtke, M. (2008, 3. junij). New documents illuminate Yahoo-Microsoft saga. *Fox News*. Najdeno 2. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.foxnews.com/wires/2008Jun03/0,4670,YahooLawsuit,00.html>
18. Liedtke, M. (2008, 21. julij). Yahoo settles with Ichan to avert August Showdown. *Usa Today*. Najdeno 6. junija 2010 na spletnem naslovu [http://www.usatoday.com/money/topstories/2008-07-21-3508941674\\_x.htm](http://www.usatoday.com/money/topstories/2008-07-21-3508941674_x.htm)
19. Liedtke, M. (2009, 29. julij). Microsoft, Yahoo team up to ding Google with Bing. *Guardian*. Najdeno 16. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.guardian.co.uk/world/feedarticle/8632484?FORM=ZZNR7>
20. Miković, M. (2006, 19. oktober). Pekarna Blatnik objavila namero za prevzem Žita. *Finance*. Najdeno 29. julija 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/166056/Pekarna-Blatnik-objavila-namero-za-prevzem-%AEita>
21. Mintz, J. (2008, 11. februar). Yahoo rejects Microsoft's takeover bid. *Forbes*. Najdeno 4. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.forbes.com/feeds/afx/2008/02/11/afx4642582.html>
22. Mlinotest d.d. (b.l.). Zgodovina. Najdeno 1.8.2010 na spletnem naslovu <http://www.mlinotest.si/podjetje.php?item=65>
23. Novak, B. (1997). Tabletko, padala, dragulji in vitezi. *Bančnik*, 7, 11-12.
24. Odar, M. (2000). Problematika prevzemov gospodarskih družb ter računovodski problemi in rešitve pri združitvah in prevzemih. *Revizor*, 1, 22–53.
25. Pinches, G. E. (1990). *Essentials of Financial Management*. New York: Harper & Row.
26. Pučko, D. (2003). *Strateško upravljanje*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
27. Richards, J. (2008, 28. februar). Yahoo! faces shareholder action over Microsoft bid. *Times Online*. Najdeno 15. maja 2010 na spletnem naslovu

[http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry\\_sectors/technology/article3451830.ece](http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/technology/article3451830.ece)

28. Ross, S. A. (1993). *Corporate finance*. Boston: Irwin.

29. Rutar, A. (2008, 6. februar). Svet po Microsoftovemu prevzemu Yahooja. *Finance*. Najdeno 4. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/203977/Svet-po-Microsoftovemu-prevzemu-Yahooja>

30. Samec, N. (2001). *Obramba družb pred prevzemom*. Maribor: Studio Linea.

31. Slokar, B. (2007). *Strateški motivi prevzema družbe Mlinotest* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

32. Sodnik, M. (2006). *Prevzemi in obramba pred njimi* (diplomska naloga). Koper: Fakulteta za management.

33. Sorkin, A. (2008, 5. marec). Yahoo Seeks Way to Block Microsoft. *NY Times*. Najdeno 8. maja 2010 na spletnem naslovu [http://www.nytimes.com/2008/03/05/technology/05cnd-yahoo.html?\\_r=2](http://www.nytimes.com/2008/03/05/technology/05cnd-yahoo.html?_r=2)

34. Sorkin, A. & Helft, M. (2008, 10. april). News Corp. May Join Yahoo Bid With Microsoft. *NY Times*. Najdeno 8. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.nytimes.com/2008/04/10/technology/10google.html?em&ex=1207972800&en=06df72c9cc0f387e&ei=5087%0A>

35. Sorkin, A. & Helft, M. (2008, 16. maj). Yahoo's Chairman Disputes Ichan's Accusations. *NY Times*. Najdeno 8. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.nytimes.com/2008/05/16/technology/16yahoo.html>

36. Sudarsanam, S. P. (1995). *The Essence of Mergers and Acquisitions*. London: Prentice Hall.

37. Tajnikar, M. (2000). *Pripojitive, spojitve in prevzemi*. Ljubljana: Društvo ekonomistov.

38. Tekavc, J. & Pučnik, J. (2002). *Prevzemi podjetij in varovanje konkurence*. Tržič: Učila International.

39. Thomas, A. & Mider, Z. (2008, 15. marec). Microsoft Talks With Yahoo Make Price Negotiations More Likely. *Bloomberg*. Najdeno 19. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=abJyX9D9Lrlw&refer=home>

40. Wakabayashi, D. & Das, A. (2008, 14. junij). Microsoft offered \$9 bln for Yahoo stake, search deal. *Reuters*. Najdeno 28. maja 2010 na spletnem naslovu <http://uk.reuters.com/article/idUKN1247863820080615>



41. Weston, F. J., Siu, J. A. & Johnson, B. A. (2001). *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. New Jersey: Prentice-Hall.
42. Yen, Y. (2008, 22. maj). Yahoo braces for Ichan fight. *CNN Fortune*. Najdeno 18. maja 2010 na spletnem naslovu <http://techland.blogs.fortune.cnn.com/2008/05/22/yahoo-postpones-shareholder-meeting-as-board-member-resigns/>
43. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1). (2006, 4. maj). Najdeno 25. junija 2010 na spletnem naslovu [http://zakonodaja.gov.si/rpsi/r01/predpis\\_ZAKO4291.html](http://zakonodaja.gov.si/rpsi/r01/predpis_ZAKO4291.html).
44. Zakon o prevzemih (ZPre-1). (2006, 11. avgust). Najdeno 25. junija 2010 na spletnem naslovu [http://zakonodaja.gov.si/rpsi/r01/predpis\\_ZAKO4291.html](http://zakonodaja.gov.si/rpsi/r01/predpis_ZAKO4291.html)