

UNIVERZA V LJUBLJANI

EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

OBRAMBA DRUŽB PRED PREVZEMOM

Ljubljana, januar 2005

MITJA TOMAŽINČIČ

IZJAVA

Študent Mitja Tomažinčič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Aleksandre Gregorič in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 26.1.2005

Podpis:

KAZALO

1. UVOD	1
1.1. Namen in struktura diplomskega dela.....	1
2.1. Opredelitev pojmov.....	2
2. PRAVNA REGULATIVA Z VIDIKA UREDITVE PREVZEMOV IN UPRAVLJALSKE STRUKTURE	3
2.1. Pregled zakonodaje	3
2.1.1. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPP)	4
2.1.2. Zakon o prevzemih (ZPre)	7
2.1.3. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD)	10
2.2. Organ upravljanja	11
3. RAZVRSTITEV OBRAMBNIH MEHANIZMOV	13
3.1. Preventivni obrambni mehanizmi.....	13
3.1.1. Spremembe organizacijske strukture.....	16
3.1.2. Spremembe kapitalske strukture.....	24
3.1.3. Spremembe premoženjske strukture	33
3.2. Kurativni obrambni mehanizmi.....	33
3.2.1. Iskanje konkurenčne ponudbe	35
4. SKLEP	36

1. UVOD

1.1. Namen in struktura diplomskega dela

Namen diplomskega dela je analizirati različne možne preventivne in kurativne ukrepe, ki jih slovenska podjetja lahko uporabijo v smislu obrambe družbe pred prevzemom. Ukrepi so lahko namenjeni vzpostavitvi preventivnega obrambnega mehanizma ali pa jih družbe uporabijo za preprečitev konkretne ponudbe za prevzem. Diplomsko delo se osredotoča na slovenski gospodarski prostor, ki je v primerjavi z razvitimi tržnimi gospodarstvi precej specifičen.

Politično in gospodarsko okolje v Sloveniji je v preteklem desetletju zaznamovalo obdobje tranzicije, v katerem se preko faze lastninskega preoblikovanja podjetij in kasneje faze konsolidacije lastništva na novo oblikuje lastniška struktura slovenskih družb. Način lastninskega preoblikovanja podjetij je namreč povzročil, da so po zaključku privatizacije lastniško strukturo družb sestavljali institucionalni investitorji in veliko število malih delničarjev. V prihodnosti se bodo obstoječa lastniška razmerja v družbah zelo verjetno spreminjala, vse dokler se ne vzpostavijo stabilne lastniške strukture, ki bodo po vsej verjetnosti sestavljene iz manjšega števila večjih strateških lastnikov.

Tovrstna konsolidacija lastništva za družbo predstavlja določeno nevarnost, saj lahko večinski lastniški delež v družbi pridobi oseba, ki jo družba zaradi različnih razlogov ocenjuje kot sovražnega prevzemnika. Kljub temu pa družba nastalo situacijo lahko obrne sebi v prid, saj se ji ob danih okoliščinah ponuja priložnost, da s pravočasnim pravilnim izborom strateških partnerjev aktivno sodeluje pri vzpostavljanju ciljne lastniške strukture.

Prvo poglavje diplomskega dela je namenjeno kratkemu pregledu zakonov, ki urejajo področja povezana z načrtovanjem in vzpostavitvijo ustreznih obrambnih mehanizmov. Izbrani model lastninskega preoblikovanja podjetij je pomembno vplival na specifično stanje lastniške strukture slovenskih družb, zato najprej obravnavam glavne značilnosti Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij (1992).

Zaradi posebnosti lastninskega preoblikovanja podjetij določbe Zakona o prevzemih (1997) poleg javnih delniških družb veljajo tudi za večje nejavne delniške družbe, ki so se lastninsko preoblikovale na podlagi Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij. V nadaljevanju zato sledi kratek pregled določb Zakona o prevzemih, ki so povezane z opredelitvijo pristojnosti uprave in skupščine delničarjev pred in med potekom prevzemne ponudbe, kar določa okvir za pripravo različnih možnosti obrambe družbe.

V Sloveniji je organ upravljanja v družbah v večini urejen z dvotirnim upravljalnim sistemom, zato na koncu tega poglavja povzemam tudi glavne določbe Zakona o gospodarskih družbah (1993) v zvezi z imenovanjem in odpoklicem uprave oziroma nadzornega sveta. Poleg tega ta del zajema tudi pregled določb, ki urejajo način in možnosti pridobivanja lastnih delnic kot enega izmed osnovnih preventivnih obrambnih ukrepov.

V nadaljevanju diplomskega dela sledi poglavje o razvrstitvi obrambnih mehanizmov. Namen vseh obrambnih mehanizmov je skupen - z uporabo različnih strategij preprečiti pridobitev kontrole nad ciljno družbo tretjim osebam. Glede na časovno umestitev in usmerjenost obrambnih ukrepov pa ločimo preventivne in kurativne obrambne mehanizme.

Preventivni obrambni mehanizmi so usmerjeni zoper vse možne poskuse prevzema ciljne družbe, medtem ko želijo kurativni preprečiti zgolj konkretno ponudbo za prevzem (Samec, 2001, str. 71). Poglavje vsebuje natančnejšo razčlenitev in opis obeh vrst obrambnih mehanizmov, kjer sem se osredotočil le na mehanizme, ki pridejo v poštev v slovenskem prostoru. Uporabo in možne kombinacije obrambnih ukrepov je najlažje ponazoriti s konkretnimi primeri, zato je predstavitev nekaterih obrambnih ukrepov podkrepljena s primeri uporabe ukrepa v praksi.

V zaključku diplomskega dela podajam sklepne ugotovitve, katerih namen je povzeti bistvene značilnosti in posebnosti lastniške strukture slovenskih podjetij, ki s svojo nestabilnostjo predstavlja največjo nevarnost za morebiten prevzem. Hkrati poskušam predlagati tudi možne rešitve predvsem z vidika kombinacije preventivnih ukrepov v smislu strateških kapitalskih povezav med slovenskimi podjetji.

2.1. Opredelitev pojmov

Analiza obrambnih mehanizmov najprej zahteva opredelitev pojma prevzema gospodarske družbe. Če izhajamo iz Zakona o prevzemih, prevzem gospodarske družbe pomeni pridobitev lastniškega deleža določene delniške družbe, s katerim je prevzemniku zagotovljen zadosten delež glasovalnih pravic (kontrolni delež), da lahko z uresničevanjem upravljalnih upravičenj iz kontrolnega deleža delnic vpliva na poslovanje družbe in sprejemanje odločitev na skupščini delničarjev (Kocbek, 1997, str. 9).

Pri proučevanju obrambnih mehanizmov je potrebno opredeliti še odnos do pojmov sovražni prevzem in sovražna ponudba. Sovražni prevzem literatura definira kot pridobitev kontrole nad delniško družbo zoper voljo njenega vodilnega managementa

oziroma organa upravljanja (Kocbek, 1999, str. 329). Označitev prevzema bodisi za sovražni bodisi za prijazni prevzem je torej povsem v domeni uprave ciljne družbe, saj sovražno pomeni le to, da se uprava ciljne družbe izreče zoper prevzem. Sovražno pa še zdaleč ne pomeni, da je prevzem sovražen tudi zoper delničarje ciljne družbe in ciljne družbe kot take.

Najpogostejši razlogi, da uprava prevzem označi za sovražni prevzem, so naslednji (Samec, 2001, str. 18):

- ohranitev samostojnosti;
- varstvo pred zapiranjem obratov;
- odpuščanje delavcev;
- varstvo pred potujčenjem;
- ohranitev privilegijev;
- ohranitev narodnogospodarske vloge ciljne družbe;
- prenizka cena.

Določena vsebinska razlika obstaja tudi med pojmom sovražni prevzem in sovražna ponudba za prevzem. S sovražno ponudbo za prevzem je mišljena javna ponudba za prevzem ciljne družbe v skladu z ZPre, zoper katero se uprava ciljne družbe negativno opredeli.

Pojem sovražni prevzem je torej širši od pojma sovražna ponudba za prevzem, seveda pa je povsem jasno, da gre v primeru, ko je ponudba za prevzem sovražna, za sovražni prevzem ciljne družbe (Samec, 2001, str. 18).

2. PRAVNA REGULATIVA Z VIDIKA UREDITVE PREVZEMOV IN UPRAVLJALSKE STRUKTURE

2.1. Pregled zakonodaje

Pregled zakonodaje obsega pregled naslednjih zakonov, poznavanje katerih je ključnega pomena za pripravo in vzpostavitev učinkovitega obrambnega mehanizma v družbah:

- Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (v nadaljevanju ZLPP);
- Zakon o prevzemih (v nadaljevanju ZPre);
- Zakon o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD).

2.1.1. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPP)

ZLPP ureja lastninsko preoblikovanje družbenih podjetij v podjetja z znanimi lastniki (ZLPP, 1992, 1. člen). V Sloveniji se je tovrstno preoblikovanje odvijalo v skladu z modelom privatizacije, ki ga natančneje določa predvsem tretji del ZLPP.

Tako 18. člen ZLPP kot možne načine preoblikovanja predvideva:

- prenos delnic na sklade iz 22. člena ZLPP;
- interno razdelitev delnic;
- notranji odkup delnic;
- javno prodajo delnic;
- prodajo vseh sredstev podjetja;
- preoblikovanje podjetja z večanjem lastniškega kapitala;
- prenos delnic na Sklad Republike Slovenije za razvoj.

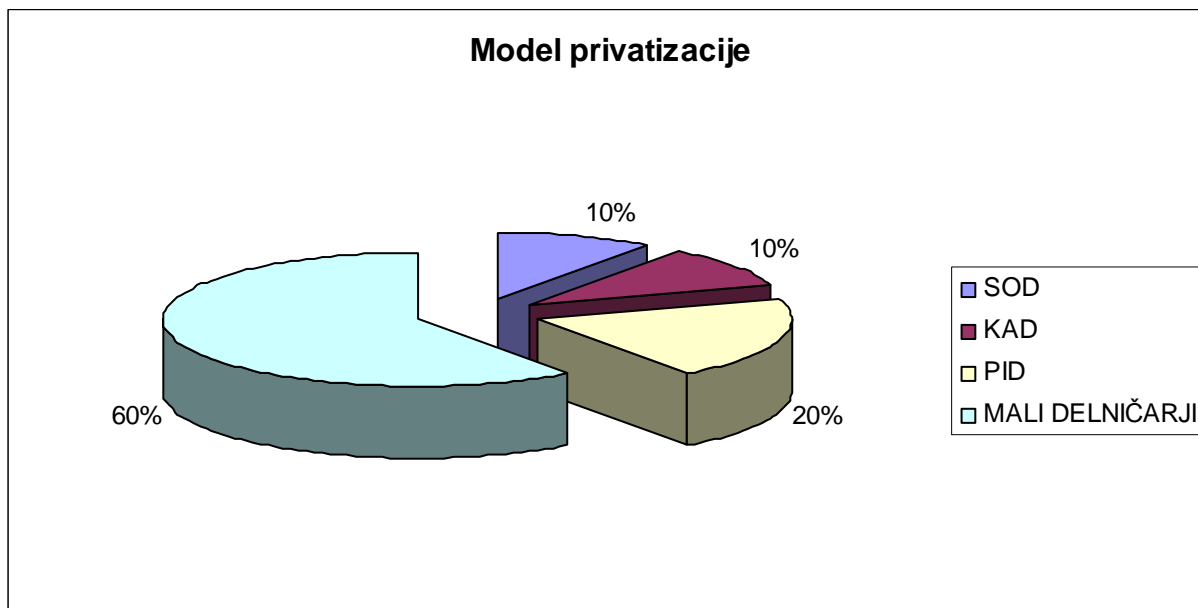
Vzpostavitev primerne obrambnega mehanizma zahteva predvsem razumevanje načinov preoblikovanj po prvih štirih alinejah iz prejšnjega odstavka. 22. člen ZLPP, ki govori o prenosu delnic na sklade, tako določa, da podjetje v postopku preoblikovanja prenese:

- 10% družbenega kapitala na Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja (v nadaljevanju KAD);
- 10% družbenega kapitala na Slovenski odškodninski sklad (v nadaljevanju SOD);
- 20% družbenega kapitala na Sklad Republike Slovenije za razvoj (v nadaljevanju SRD) z namenom nadaljnje razdelitve pooblaščenim investicijskim družbam (v nadaljevanju PID-i).

Preoblikovanje preostalega deleža družbenega kapitala v višini 60% vrednosti družbenega kapitala po otvoritveni bilanci pa podjetje v skladu z 18. členom ZLPP lahko izvede preko:

- interne razdelitve delnic zaposlenim, bivšim zaposlenim in upokojencem, vendar za največ 20% vrednosti družbenega kapitala po otvoritveni bilanci (ZLPP, 1992, 23. člen);
- notranjega odkupa delnic, do katerega imajo pod ugodnejšimi pogoji pravico zaposleni, bivši zaposleni in upokojenci, vendar največ do 20% vrednosti družbenega kapitala po otvoritveni bilanci (ZLPP, 1992, 23. in 24. člen);
- javne prodaje delnic, kjer so lahko državljani Republike Slovenije prejete lastniške certifikate zamenjali za delnice podjetja.

Shema 1: Model privatizacije v Sloveniji



Vir: ZLPP, 1992.

Razumevanje procesa lastninskega preoblikovanja slovenskih podjetij je ključnega pomena za izbiro in načrtovanje ustreznih obrambnih mehanizmov. Razpršenost in nestabilnost lastniške strukture preoblikovanih družb kot neposredni posledici načina lastninskega preoblikovanja sta namreč med glavnimi vzroki za neoptimalne oziroma neželjene spremembe v lastniški strukturi.

Že površen pregled lastniške strukture podjetja neposredno po končani privatizaciji razkriva, da je kar 60% delnic podjetja razpršenih med veliko število malih delničarjev. V primeru interne razdelitve in notranjega odkupa gre večinoma za delničarje, ki so s podjetjem povezani in do njega čutijo določeno pripadnost, zato se bodo verjetno pred morebitno prodajo delnic posvetovali z upravo družbe. Kljub temu pa se je potrebno zavedati, da bodo v primeru konkretne ponudbe za odkup delnic po privlačni ceni tudi notranji delničarji zelo verjetno pripravljene svoje delnice prodati tretji osebi ne glede na stališče uprave do prevzemnika.

V primeru lastninjenja podjetja z javno prodajo delnic pa lastništvo v podjetju pridobijo mali delničarji s povsem nestrategskimi motivi za lastništvo. Lastniških deležev namreč niso pridobili zato, ker so se sami odločili za dolgoročno investicijo v določeno podjetje, pač pa zato, ker so v procesu privatizacije pridobili lastniške certifikate, ki so jih morali vložiti bodisi v podjetja bodisi v PID-e. Pridobljene delnice jim tako v večini predstavljajo zgolj likvidno kratkoročno finančno naložbo, ki jim je bila praktično podarjena in jo v primeru potrebe po finančnih sredstvih kot npr. adaptacija hiše, nakup avtomobila ipd., lahko hitro vnovčijo.

Ob upoštevanju dejstva, da se je večina večjih slovenskih podjetij preoblikovala s kombinacijo interne razdelitve, notranjega odkupa in javne prodaje, lahko zaključimo, da je bila ob koncu privatizacije lastniška struktura slovenskih podjetij dokaj nepredvidljiva, predvsem pa zgolj začasna. Kljub vsemu pa se konsolidacija lastništva v Sloveniji odvija veliko počasneje kot v primerljivih tranzicijskih državah, kar gre verjetno pripisati posebnemu modelu privatizacije. Iz spodnje tabele je razvidno, da so imeli še v letu 1999 v 82% vseh podjetij notranji lastniki več kot 30% lastniški delež, v kar 61% vseh podjetij pa celo več kot 50% lastniški delež.

Tabela 1: Porazdelitev podjetij, vrednost kapitala in število zaposlenih glede na relativni delež notranjega lastništva.

Notranje lastništvo v %	Skupni kapital (000 SIT)	Skupni kapital v %	Število podjetij	Število podjetij v %	Število zaposlenih	Število zaposlenih v %
0 do 10	238.909.289	29.0	82	6.3	20.912	7.8
10 do 20	128.067.033	15.5	68	5.2	18.570	6.9
20 do 30	92.248.314	11.2	81	6.2	27.714	10.3
30 do 40	93.379.520	11.3	122	9.3	31.700	11.8
40 do 50	82.526.405	10.0	155	11.8	47.302	17.6
50 do 60	122.317.335	14.8	483	36.9	78.990	29.3
Več kot 60	66.778.045	8.1	319	24.4	44.083	16.4
Skupaj	824.225.941	100.0	1310	100.0	269.271	100.0

Vir: Agencija za privatizacijo in prestrukturiranje (Poročilo Agencije), 1999, str. 145.

Pojav tako imenovanih certifikatskih delničarjev se je zaradi že navedenih vzrokov odrazil v velikem pritisku na ponudbeno stran trga vrednostnih papirjev, kar je ob šibkem povpraševanju avtomatično pomenilo trgovanje na nižjih cenovnih nivojih. Posli so se namreč sklepali pri tečajih, ki so bili precej nižji od knjigovodskih in tudi notranjih vrednosti podjetij. Podcenjena vrednost delnice pa je ob nestabilni lastniški strukturi dodaten dejavnik, ki spodbuja razvoj prevzemnih aktivnosti.

Slovenija se zaradi specifičnega načina privatizacije podjetij v določenih pogledih nekoliko razlikuje od ostalih tranzicijskih držav. S privatizacijo je namreč večinski lastniški delež prešel v roke sedanjih in bivših zaposlenih ter institucionalnih investitorjev. Primerjava lastniških struktur podjetij v desetih tranzicijskih državah vodi do naslednjih ugotovitev (Berglof, Pajuste, 2004, str. 2):

- udeležba države v podjetjih se sicer razlikuje od države do države, vendar pa povsod prevladuje privatno lastništvo;

- lastništvo in kontrola postajata čedalje bolj koncentrirana;
- v večini podjetij je največji lastnik še vedno v tesni povezavi z vodenjem podjetja;
- do konflikta interesov ne prihaja med managerji in lastniki, ampak med večinskimi in manjšinskimi lastniki.

V spodnji tabeli so prikazani povprečni lastniški deleži treh največjih lastnikov podjetij v desetih tranzicijskih državah za obdobje 2000/2001. Primerjava skupnega povprečja z vrednostmi v Sloveniji pokaže, da je imel v Sloveniji največji delničar podjetja v povprečju skoraj polovico nižji lastniški delež kot znaša povprečje desetih tranzicijskih držav.

Tabela 2 : Lastniški deleži treh največjih delničarjev v obdobju 2000/2001

Država	Največji lastnik (povprečje)	Drugi največji lastnik (povprečje)	Tretji največji lastnik (povprečje)	Velikost vzorca
Bolgarija	59.5	12.7	5.5	104
Češka	61.1	26.1	13.8	57
Estonija	56.2	9.3	4.2	21
Madžarska	46.2	20.2	10.4	63
Latvija	57.9	11.1	3.3	60
Litva	54.2	10.4	5.4	45
Poljska	44.6	15.6	9.4	210
Romunija	53.4	16.5	9.2	115
Slovaška	51.6	/	/	28
Slovenija	27.4.	13.4	9.2	136
Povprečje	51.2	15.0	5.8	

Vir: Berglof, Pajuste, 2004, str. 34.

2.1.2. Zakon o prevzemih (ZPre)

ZPre ureja način in pogoje za nakup vrednostnega papirja posamezne delniške družbe, in sicer v primeru, kadar kupec želi pridobiti delež vrednostnih papirjev posamezne družbe, ki mu zagotavlja več kot 25% glasovalnih pravic, ki izhajajo iz takšnih vrednostnih papirjev (ZPre, 1997, 1. člen). ZPre loči dve vrsti obvezne ponudbe, in sicer so k prvi vrsti obvezne ponudbe za odkup vrednostnih papirjev zavezane osebe, ki z nakupom vrednostnih papirjev pridobijo več kot 25% glasovalno pravico v določeni družbi (ZPre, 1997, 1. odst. 4. člena).

Druga vrsta obvezne ponudbe za odkup vrednostnih papirjev pa pride v poštev v primeru, ko gre za tako imenovano utrjevanje kontrolnega deleža. Za prevzemnika se šteje, da utrjuje kontrolo, če je na podlagi uspešno izvedene ponudbe za odkup, ki je bila izvedena po pravilih ZPre, pridobil manj kot 45% vrednostnih papirjev določenega izdajatelja in je po končani ponudbi pridobil še dodatnih 5% vrednostnih papirjev (ZPre, 1997, 4. odst. 4. člena).

Namen ZPre je med drugim zagotavljati transparentnost aktivnosti v postopku prevzema ciljne družbe, namenjen pa je varstvu investorjev na trgu vrednostnih papirjev in zaščiti manjšinskih delničarjev. Glede pogojev ponudbe za odkup vseh delnic družbe 7.člen ZPre namreč določa:

- da se mora ponudba za odkup nanašati na vse delnice z glasovalno pravico in vse vrednostne papirje s pravico do zamenjave oziroma nakupa delnic z glasovalno pravico (ZPre, 1997, 2. odstavek 7. člena);
- da mora biti cena oziroma menjalno razmerje za nadomestne vrednostne papirje, ki jo določi ponudnik v ponudbi za odkup, enaka za vse vrednostne papirje posameznega razreda oziroma vrste vrednostnih papirjev, na katere se nanaša ponudba za odkup (ZPre, 1997, 3. odstavek 7. člena);
- da mora ponudnik, če je v zadnjih 6 mesecih pred objavo ponudbe za odkup pridobil več kot 10% celotne izdaje vrednostnih papirjev, na katere se nanaša ponudba za odkup, preostalim delničarjem zagotoviti najmanj enake odkupne pogoje kot jih je nudil za pridobitev vrednostnih papirjev v zadnjih 6 mesecih pred objavo ponudbe za odkup (ZPre, 1997, 4. odstavek 7. člena);
- da mora ponudnik v primeru, da je pred objavo ponudbe za odkup v nasprotju z ZPre pridobil več kot 25% celotne izdaje vrednostnih papirjev na katere se nanaša ponudba za odkup, ponuditi najvišjo od cen, ki jo je plačal za katerokoli pridobitev vrednostnih papirjev po tem, ko je pridobil 25% vrednostnih papirjev, na katere se nanaša ponudba za odkup (ZPre, 5. odstavek 7. člena);

Na nek način ZPre s tem deluje tudi v korist ciljne družbe, saj z zagotavljanjem enakih pogojev za vse delničarje dejansko prisili prevzemnika, da pod enakimi pogoji odkupi celotno podjetje in ne samo delež, ki mu zadostuje za obvladovanje podjetja. Stroški prevzema se s tem lahko bistveno zvišajo, zato lahko postane prevzem za prevzemnika manj privlačen.

Poleg tega 18. člen ZPre določa, da ponudnik v primeru, ko brez soglasja Agencije za trg vrednostnih papirjev, odstopi od namere za ponudbo za odkup, ne sme eno leto od odstopa namere za ponudbo za odkup dati nove ponudbe za odkup. To naj bi zagotavljalo resnost ponudbe in s tem dodatno zaščito družbe, ki je tarča prevzema.

Pri pripravi obrambnih ukrepov mora uprava upoštevati omejitve dejanj uprave ciljne družbe, ki jih določa 36.člen ZPre. Po prejemu namere o ponudbi za odkup uprava namreč brez sklepa, ki ga z najmanj $\frac{3}{4}$ večino potrди skupščina delničarjev, ne sme:

- povečati osnovnega kapitala;
- sklepati poslov izven rednega poslovanja družbe;
- opravljati dejanj ali sklepati poslov, ki bi lahko resneje ogrozili nadaljnje poslovanje družbe;
- pridobivati lastnih delnic ali lastnih vrednostnih papirjev, iz katerih izhaja upravičenje do zamenjave ali pridobitve lastnih delnic;
- opravljati dejanj, katerih edini namen je ovirati oziroma oteževati postopek in sprejetje ponudbe za odkup.

Iz navedenega je razvidno, da uprava med potekom ponudbe za odkup brez odobritve skupščine ne more uporabljati preventivnih obrambnih ukrepov, ki so bili s strani skupščine odobreni že pred izstavitvijo namere za ponudbo za odkup. Po objavi namere za odkup torej upravi napadene družbe preostane le še možnost obrambe s kurativnimi obrambnimi ukrepi, izvedba katerih pa je zaradi zgoraj navedenih omejitev manj učinkovita.

Iz kratkega pregleda določb ZPre je razvidno, da ZPre po eni strani precej omejuje pristojnosti uprave ciljne družbe v času prevzemne ponudbe, vendar pa po drugi strani ciljno družbo ščiti pred netransparentnimi dejanji prevzemnika. Seveda določbe ZPre ne veljajo za vse družbe, zato je smiselno, da pogledamo, kateri so tisti kriteriji, ki jim mora biti zadoščeno, da se za družbo upoštevajo določbe ZPre. V 2. členu ZPre je določeno, da se določbe ZPre uporabljajo za vrednostne papirje:

- s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev oziroma vrednostni papirji za katere je izdajatelj uspešno opravil postopek javne ponudbe ali pridobil dovoljenje za nadaljnjo javno prodajo v skladu z zakonom, ki ureja trg vrednostnih papirjev (ZPre, 1997, 1. odst. 2. člena);
- izdajatelja, ki so bili izdani na podlagi zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij, če je izdajatelj kot enega od načinov izvedel javno prodajo delnic ali pridobil dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za nadaljnjo javno prodajo (ZPre, 1997, 2. odst. 2. člena);
- posameznega izdajatelja, izdane na podlagi ZLPP, ki kot enega izmed načinov lastninskega preoblikovanja ni izvedel javne prodaje delnic ali pridobil dovoljenja Agencije za trg vrednostnih papirjev za nadaljnjo javno prodajo, če znaša osnovni kapital takšnega izdajatelja več kot milijarda tolarjev in je hkrati število imetnikov ob lastninjenju večje kot 500 (ZPre, 1997, 3. odst. 2. člena).

Ob koncu je potrebno še omeniti, da novi predlog sprememb ZPre predvideva spremembo 2. člena, tako da se ta glasi:

»(1) Določbe tega zakona se uporabljajo za izdajatelja vrednostnih papirjev, ki ga zakon, ki ureja trg vrednostnih papirjev, definira kot javno družbo.

(2) Ne glede na določbo prejšnjega odstavka se določbe tega zakona uporabljajo tudi za izdajatelja vrednostnih papirjev, ki ima na dan 31.12. leta pred letom, ko je objavljena ponudba za odkup, najmanj 250 delničarjev in najmanj 1.000.000.000 tolarjev celotnega kapitala, kot ga določajo Slovenski računovodski standardi.«

2.1.3. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD)

Pri načrtovanju obrambnih mehanizmov so pomembne tudi določbe ZGD, ki se nanašajo na sistem oziroma organ upravljanja v družbah ter način odobritve izvedbe nekaterih obrambnih ukrepov. ZGD določa nujnost skupščinskega sklepa za odobritev izvedbe nekaterih preventivnih obrambnih ukrepov in zato upravi posredno odvzema nekaj samostojnosti že pri izbiri teh ukrepov. Izvedba kurativnih obrambnih ukrepov pa je v fazi, ko je namera o ponudbi za odkup že izstavljena, tako ali tako pogojena s pridobitvijo skupščinskega sklepa, ki mora biti potrjen s $\frac{3}{4}$ večino prisotnih glasov.

Pridobivanje lastnih delnic je pri vzpostavljanju učinkovitega preventivnega obrambnega mehanizma zelo pogost ukrep, dovoljeni načini pridobivanja lastnih delnic pa so natančno predpisani z 240. členom ZGD, po katerem sme družba pridobivati lastne delnice le v naslednjih primerih:

- če je pridobitev nujna, da bi družba preprečila hudo neposredno škodo;
- če naj se delnice ponudijo v odkup delavcem družbe ali z njo povezane družbe;
- če pridobi delnice zato, da bi delničarjem zagotovila odpravnino po določbah tega zakona;
- če je pridobitev neodplačna;
- če pridobi delnice v nakupni komisiji;
- če pridobi delnice na podlagi univerzalnega pravnega nasledstva;
- če pridobi delnice na podlagi sklepa skupščine o umiku delnic po določbah o zmanjšanju osnovnega kapitala.

Z novelo ZGD-F (2001) pa je bila naknadno dodana še osma alineja, ki se glasi:

»če pridobi delnice na podlagi pooblastila skupščine za nakup lastnih delnic, ki velja 18 mesecev in določa najnižjo in najvišjo prodajno ceno, kakor tudi delež teh delnic,

katerih skupni nominalni znesek ne sme presegati 10% osnovnega kapitala. Pri tem družba ne sme pridobiti lastnih delnic izključno z namenom trgovanja. Za pridobivanje in odsvajanje lastnih delnic se uporablja 219. člen tega zakona. Domneva se, da je pridobitev oziroma odsvojitve lastnih delnic v skladu z 219. členom tega zakona, če je bila opravljena na podlagi posla, sklenjenega na organiziranem trgu. Drugačno odsvajanje lastnih delnic lahko določi le skupščinski sklep. Pri pridobivanju in pri odsvajanju lastnih delnic se smiselno uporabljajo določbe o prednostni pravici delničarjev do novih delnic iz 313. člena tega zakona. Za sprejem sklepa velja določba prvega odstavka 319. člena tega zakona. Skupščina lahko tudi pooblasti upravo, da lastne delnice umakne brez nadaljnjega sklepanja o zmanjšanju osnovnega kapitala«.

ZGD v 2. točki 240. člena določa tudi, da skupni nominalni znesek pridobljenih lastnih delnic ne sme skupaj z drugimi lastnimi delnicami, ki jih družba že ima, presegati vrednosti desetih odstotkov osnovnega kapitala, vendar pa ta omejitev ne velja za pridobivanje lastnih delnic po 1. in 5. alineji 240. člena ZGD.

2.2. Organ upravljanja

ZGD med drugim ureja tudi sistem upravljanja v družbah. Pri opredelitvi organa upravljanja v družbi v splošnem ločimo dva sistema upravljanja, in sicer enotirni in dvotirni sistem.

Razlika je v tem, da se pri dvotirnem sistemu upravljanja med delničarji kot lastniki kapitala in upravo, ki vodi in organizira poslovanje podjetja, oblikuje še nadzorni svet. Nadzorni svet kot vmesni organ skuša povezovati delničarje z upravo in usklajevati nasprotujoče si interese med njimi (Kocbek, 1995, str. 143). Lastniki kapitala torej preko nadzornega sveta nadzirajo delovanje uprave družbe.

Ali bo družba imela nadzorni svet, se določi v statutu družbe (ZGD, 1993, 1. odst. 261. člena), vendar pa je v primeru, ko gre za veliko¹ družbo, nadzorni svet obvezen (ZGD, 1993, 2. odst. 261. člena). Družbe, ki so v ZPre označene kot ciljne družbe, so torej takšne, da ZGD za njih predvideva obvezen nadzorni svet.

V zvezi s pripravo ustreznih obrambnih mehanizmov je torej pomembno omeniti, da prevzemnik zgolj s pridobitvijo navadne večine glasovalnih pravic v družbi še ne bo

¹V skladu z 261. členom ZGD se družba uvršča med velike družbe:

- če dosega njen osnovni kapital 300.000.000. SIT ali
- če je povprečno letno število zaposlenih večje od 500 ali
- če je bila družba ustanovljena sukcesivno ali
- če so njene delnice uvrščene na borzi ali
- če je število imenskih delničarjev družbe večje od 100.

mogel neposredno zamenjati uprave, v kolikor nadzorni svet ne bo pripravljen z njim sodelovati. Odpoklic stare uprave in imenovanje nove uprave lahko namreč opravi le nadzorni svet.

V primeru, ko nadzorni svet prevzemniku ni naklonjen, ima ta na razpolago dve možnosti. Lahko počaka, da staremu nadzornemu svetu poteče mandat in potem imenuje nov nadzorni svet, za kar zadostuje že navadna večina glasovalnih pravic. Problem je v tem, da v najslabšem primeru tako stanje lahko traja tudi štiri leta, kar pomeni, da v tem času prevzemnik kljub večini glasovalnih pravic nima upravljalске kontrole nad družbo.

Druga možnost pa je, da skuša pridobiti najmanj $\frac{3}{4}$ vseh glasovalnih pravic, kar bi mu omogočilo odpoklic starega nadzornega sveta in imenovanje novega nadzornega sveta, ki bi v nadaljevanju lahko zamenjal upravo.

Ob tem pa je pomembno tudi dejstvo, da v praksi dogovor o nakupu lastniškega deleža, ki ga imajo v družbah institucionalni investitorji, ponavadi vključuje tudi odstopno izjavo člana nadzornega sveta, ki je zastopal njihove interese. Imenovanje novega člana nadzornega sveta imenuje skupščina delničarjev z navadno večino glasov, kar pomeni, da lahko morebitni novi večinski lastnik družbe zamenja del nadzornega sveta že na prvi naslednji skupščini.

Ob koncu tega poglavja bi rad izpostavil še problem neučinkovitega korporacijskega nadzora v Sloveniji. Med glavnimi vzroki za razvoj neučinkovitega sistema korporacijskega nadzora naj bi bila v prvi vrsti preveč zavarovano okolje in pomanjkanje pritiska delničarjev. Geografska majhnost slovenskega gospodarskega prostora in hkrati pomanjkanje izkušenih managerjev je v preteklosti postopoma vodilo do nastanka zapletenega omrežja medsebojno prepletenih uprav in nadzornih svetov večjih slovenskih podjetij. S poglobljanjem medsebojnih vezi tako na gospodarski kot tudi politični ravni je postopoma nastajalo preveč zavarovano okolje, ki ob odsotnosti delničarskega aktivizma ni omogočilo razvoja učinkovitega sistema korporacijskega nadzora.

Z lastninskim preoblikovanjem podjetij je precejšen del podjetij prešel v last zaposlenih, poleg tega pa jim sistem korporacijskega upravljanja zagotavlja tretjino ali celo polovico glasov v nadzornih svetih. Predstavniki zaposlenih večinoma niso dovolj usposobljeni za zahtevne naloge članov nadzornega sveta, zato je zaradi pomanjkljivega razumevanja njihove vloge pogosto prihajalo do konflikta interesov. Če k temu dodamo še preveliko pasivnost predstavnikov institucionalnih investitorjev, je razumljivo, da v taki sestavi marsikateri nadzorni svet svoje funkcije ni izvrševal tako, kot bi to bilo potrebno. Nadzorni sveti so imeli tako zgolj formalno vlogo pri

zastavljanju strategije družbe, kar naj bi bila sicer njihova osrednja naloga v dvotirnem sistemu upravljanja.

Kljub vsemu pa lahko pričakujemo, da se bodo razmere s članstvom v EU izboljšale, saj le ta predstavlja priložnost in gonilno silo za tista podjetja, ki bodo najhitreje izboljšala standarde upravljanja (Shinkman, 2004).

3. RAZVRSTITEV OBRAMBNIH MEHANIZMOV

Kot že rečeno osnovna delitev obrambnih mehanizmov loči preventivne in kurativne obrambne mehanizme. Medtem ko so preventivni obrambni mehanizmi usmerjeni zoper vse možne poskuse prevzema ciljne družbe, želijo kurativni preprečiti zgolj konkretno ponudbo za prevzem (Samec, 2001, str. 71).

3.1. Preventivni obrambni mehanizmi

Osnovni namen preventivnih obrambnih mehanizmov je s predhodnimi ukrepi reorganizacije narediti ciljno družbo čimbolj nezanimivo za potencialne prevzemnike. Priprava preventivnih obrambnih ukrepov temelji na dolgoročnem in sistematičnem planiranju, kar pomeni, da so ukrepi lahko bolj premišljeni, poleg tega pa podjetje pa pri njihovem izvajanju ni pod pritiskom konkretne ponudbe za prevzem. Pomembnost tovrstnih ukrepov se kaže tudi v dejstvu, da je ravno nepripravljenost družbe eden izmed glavnih razlogov, da je družba, ki se brani pred prevzemom, pogosto v precej slabšem položaju od napadalca.

Visoka udeležba države v lastniških strukturah podjetij, počasna oziroma postopna privatizacija in omejevanje tujih investicij (neposrednih in portfeljskih) so glavni razlogi, da se koncentracija lastništva v Sloveniji odvija veliko počasneje kot v drugih tranzicijskih državah. Vstop v Evropsko unijo, postopni umik države iz gospodarstva in internacionalizacija slovenskih podjetij bi v prihodnje lahko prispevalo k pospešitvi koncentracije lastništva v slovenskih podjetjih.

Glede na izkušnje ostalih tranzicijskih držav bo verjetno do konsolidacije lastništva postopoma prišlo tudi v Sloveniji, vprašanje je le, ali bo ta izvedena v okviru sedanje strateške usmeritve podjetja ali pa bo družba prevzeta s strani nezaželenih zunanjih investorjev z drugačnimi razvojnimi strategijami.

Notranji lastniki, kamor štejemo upravo in ostale zaposlene, so dobršen del podjetja pridobili že v fazi lastninjenja. Poslovanje podjetja dobro poznajo ter so relativno dobro seznanjeni s priložnostmi in nevarnostmi, ki podjetje čakajo v prihodnosti.

Uprava ima poleg tega kot poslovodni organ tudi določen vpliv na mnenje zaposlenih glede prodaje delnic podjetja. Iz prve roke dobiva podatke o ponudbah za nakup delnic, v določeni meri lahko kanalizira pretok delnic k prijateljskim podjetjem ali prepriča delničarje, da delnic po določeni ceni ne prodajo.

Kljub temu bi bilo naivno pričakovati, da se bo lastniško razmerje med notranjimi in zunanji lastniki ohranjalo tudi na dolgi rok. Nekateri notranji delničarji so bodisi zaradi različnih finančnih potreb ali zgolj zaradi nezainteresiranosti za lastništvo delnic (npr. menjava službe, upokojitev,...) le te želeli prodati. Določeno število delnic se je tako znašlo na trgu in lastniško razmerje se je postopoma začelo spreminjati. Uprava podjetja bi takrat lahko posredovala na trgu tako, da bi v skladu z 240. členom ZGD za sklad lastnih delnic odkupila del teh delnic in s tem delno ublažila spremembo lastniškega razmerja. Seveda družba sklada lastnih delnic ne more vzdrževati v nedogled, temveč ga mora v določenem zakonskem roku odsvojiti. To lahko naredi bodisi s ponudbo zaposlenim za odkup delnic bodisi z odprodajo strateškemu partnerju ali v skrajnem primeru z delnim umikom osnovnega kapitala.

Poleg sprememb lastniškega razmerja med notranjimi in zunanji lastniki pa je lahko problematičen tudi lastniški delež, ki so ga v podjetju v postopku privatizacije pridobili institucionalni lastniki. Ob predpostavki, da KAD in SOD kot paradržavna sklada ponavadi s svojimi deleži podpirata notranje lastnike, je kratkoročno problematičen le delež, ki ga ima v podjetju pooblaščen investicijska družba.

Pooblaščen investicijske družbe v Sloveniji žal še zdaleč ne delujejo kot učinkoviti investicijski skladi, ki v funkciji dobrega gospodarja upravljajo s premoženjem investitorjev. Razlog za to gre najverjetneje iskati v dejstvu, da družbe za upravljanje za svoje vodenje praktično ne odgovarjajo nikomur. Teoretično so sicer odgovorne lastnikom pooblaščen investicijske družbe, vendar pa se je potrebno zavedati, da je lastniška struktura pooblaščen investicijskih družb že po definiciji sestavljena izključno iz malih delničarjev, ki med seboj niso povezani oziroma ne delujejo usklajeno. Zaradi zanemarljivih lastniških deležev posamezni delničarji ponavadi niti nimajo interesa za nadzor družb za upravljanje, zato v praksi zelo težko govorimo o sistematičnem nadzoru nad njihovim delovanjem.

Opisano stanje nas lahko napeljuje k razmišljanju, da pri prodajah lastniških deležev, ki jih ima pooblaščen investicijska družba v posameznih podjetjih, včasih niso najbolj pomembni investicijski kriteriji pri izbiri kupca, temveč v ospredje pridejo tudi drugi interesi družbe za upravljanje oziroma njenega vodstva, ki vsekakor veliko prispevajo k splošnemu vtisu o nezanesljivem in nepredvidljivem obnašanju pooblaščen investicijskih družb v zvezi s tovrstnimi odločitvami. V kolikor ima uprava podjetja kakršnekoli pomisleke v tej smeri, je najbolje, da čimprej sama začne z aktivnim iskanjem ustreznega strateškega partnerja, ki bi bil pripravljen prevzeti lastniški delež pooblaščen investicijske družbe.

Gledano dolgoročno pa se je potrebno zavedati, da sta bila tako KAD kot SOD ustanovljena z določenim namenom, in sicer KAD za zagotavljanje dodatnih pokojnin in SOD za izplačilo odškodnin denacionalizacijskim upravičencem. To pomeni, da bosta oba paradržavna sklada prej ali slej prisiljena odprodati del naložb za poplačilo svojih obveznosti, lastništvo v podjetjih pa bo takrat pripadlo najboljšemu ponudniku.

Glede na navedeno je torej ključnega pomena, da podjetje že zelo zgodaj oblikuje svojo vizijo dolgoročne stabilne lastniške strukture in pravočasno začne s pogovori o morebitnih strateških kapitalskih povezavah, delavskih in managerskih odkupih ipd. Podjetje s pravočasno izvedbo ustreznih aktivnosti pridobi enkratno priložnost, da aktivno sodeluje pri oblikovanju svoje lastniške strukture. V kolikor to stori dovolj zgodaj, je to za podjetje najučinkovitejša in hkrati najcenejša oblika zaščite pred prevzemom.

S prehodom v fazo konsolidacije lastništva prihaja do povečevanja števila prevzemov družb, kar pomembno vpliva tudi na trg vrednostnih papirjev. Pričakovanja o novih prevzemih povečujejo povpraševanje po delnicah družb, ki bi lahko bile tarče prevzemov, kar ob dani ponudbi teh delnic posledično vodi do trgovanja na višjih cenovnih nivojih. Poleg tega uspešen prevzem družbe pomeni tudi novo količino denarja na trgu vrednostnih papirjev, s čimer se dodatno okrepi povpraševanje tudi po delnicah drugih podjetij. V zadnjem času cene delnic najboljših slovenskih podjetij zaradi pričakovanj o prevzemih in ogromnem prilivu denarja v vzajemne sklade dosegajo rekordne vrednosti, ki v marsikaterem primeru že presegajo notranje vrednosti podjetij. Visoka cena delnice sicer lahko pomeni dodatno zaščito pred prevzemom, vendar le v primeru stabilne lastniške strukture družbe. V času, ko se stabilnejše lastniške strukture v slovenskih podjetjih šele oblikujejo, pa visoke cene delnic lahko negativno vplivajo na možnosti vzpostavitve učinkovitega preventivnega obrambnega mehanizma, npr. strateške investitorje je veliko lažje pridobiti ob nizki ceni delnice, dražje pridobivanje lastnih delnic zahteva dodatne vire financiranja itd... Za slovenske razmere torej načeloma velja, da kasneje, ko se je podjetje lotilo urejanja svoje lastniške strukture, dražja in bolj zahtevna je bila izvedba teh aktivnosti. V ekstremnih okoliščinah lahko odlašanje z ureditvijo lastniške strukture vse do konkretnega poskusa prevzema v fazi branjenja pripelje celo do finančnega izčrpanja podjetja in končno do neugodne spremembe lastniških razmerij.

Preden se lotim natančnejše obravnave posameznih preventivnih obrambnih ukrepov, bi želel poudariti, da prevzem podjetja s strani zunanjih investitorjev nikakor a priori ne pomeni škode za podjetje. Glede na to, da je vsebina diplomskega dela osredotočena na obrambo družbe pred prevzemom, pa v nadaljevanju zagovarjam stališče, da je za podjetje veliko bolje, da do končne konsolidacije lastništva z različnimi mehanizmi ohranja predvidljiv nadzor nad večino glasovalnih pravic. Uprava lahko tako pri pogajanjih v zvezi z lastniškimi spremembami nastopa bolj

suvereno in ima zato več možnosti, da zagotovi čimboljše pogoje za nadaljnje poslovanje podjetja in ohranitev delovnih mest tudi po lastniških spremembah.

Priprava preventivnih obrambnih mehanizmov v slovenskih podjetjih bi glede na specifične značilnosti slovenske privatizacije morala temeljiti predvsem na organizaciji aktivnosti, ki jih lahko razvrstimo po naslednjih sklopih:

I. Spremembe organizacijske strukture:

- Sprememba glasovalne pravice.
- Omejevanje prenosljivosti delnic.
- Obrambni mehanizmi vezani na pravni položaj članov uprave in nadzornega sveta.

II. Spremembe kapitalske strukture:

- Pridobivanje lastnih delnic.
- Ukrepi povezani s povečanjem osnovnega kapitala.
- Intenzivno predvsem pa pravočasno iskanje strateških lastnikov za pakete delnic, ki so trenutno v lasti bodisi KAD-a in SOD-a oziroma PID-ov (npr. strateške vzajemne kapitalske povezave z dobavitelji ali odjemalci, ...).

III. Spremembe premoženjske strukture

- Prodaja in nakup znatnega dela premoženja.

V nadaljevanju diplomskega dela natančneje predstavljam možnosti, ki jih ponujajo posamezni ukrepi, uporaba določenih ukrepov pa je konkretizirana z dejanskimi primeri iz prakse.

3.1.1. Spremembe organizacijske strukture

Namen tovrstnih preventivnih obrambnih ukrepov je z izvedbo statutarnih sprememb otežiti zamenjavo uprave po prevzemu ob sicer nespremenjeni kapitalski strukturi družbe. Najpogosteje uporabljeni so predvsem naslednji ukrepi (Samec, 2001, str. 73):

1. Sprememba glasovalne pravice;
2. Omejevanje prenosljivosti delnic:
 - a.) vinkulirane imenske delnice;
 - b.) delničarski sporazumi in drugi obligacijski dogovori;
 - c.) korporacijska oblika povezovanja delničarjev.
3. Obrambni mehanizmi, vezani na pravni položaj članov uprave in nadzornega sveta.

3.1.1.1. Sprememba glasovalne pravice

Družba se lahko brani pred nezaželenim prevzemom z omejevanjem glasovalne pravice, kar pomeni, da s statutom omeji število glasov, ki jih ima lahko posamezen delničar (ZGD, 1993, 1. odst. 279. člena).

Posledica tega ukrepa je, da nihče od delničarjev ne more imeti večine glasov. V statutu je določen maksimalen odstotek glasov, ki jih lahko ima posamezen delničar, tudi v primeru, če njegov dejanski lastniški delež v družbi presega ta odstotek. Načelo ena delnica en glas je s tem kršeno, vendar pa učinkuje omejevanje glasovalne pravice v breme vseh delničarjev in je zato v skladu z načelom enakega obravnavanja vseh delničarjev (Samec, 2001, str. 93).

Primer uporabe instrumenta omejevanja glasovalne pravice lahko pokažemo na primeru prijateljskega prevzema družbe Lek s strani švicarskega farmacevtskega koncerna Novartis. Družba Lek je imela pred prevzemom v statutu določbo, da imajo tuji delničarji ne glede na dejanski lastniški delež v družbi omejeno glasovalno pravico, in sicer lahko glasujejo z maksimalno 15 odstotki vseh glasov. Statutarna sprememba je bila izvršena kot preventivni obrambni ukrep, ki bi ga družba lahko uporabila v primeru sovražnega prevzema. Glede na to, da je šlo tu za dogovorjen prijateljski prevzem, je bilo v interesu uprave družbe Lek, da se statutarno omejitev umakne iz statuta.

Zataknilo pa se je pri zagotavljanju podpore za tovrstne spremembe, saj se za izvršitev statutarnih sprememb predvideva skupščinski sklep, ki mora biti potrjen z najmanj $\frac{3}{4}$ večino. KAD, SOD in nekateri PID-i so se v tem času z Novartisom pogajali o prevzemni ceni, svoja stališča o poštenih prevzemnih cenah pa so podkrepili z grožnjo, da v primeru nižje prevzemne cene na skupščini delničarjev ne bodo podprli predloga za odpravo statutarnih omejitev glasovalne pravice. Novartis bi z javno ponudbo za prevzem po prvotni prevzemni ceni 90.000 SIT zelo verjetno tudi brez deležev KAD-a in SOD-a pridobil večinski 51% lastniški delež v podjetju, vendar pa bi zaradi statutarne omejitve glasovalne pravice lahko glasoval le s 15% glasov.

V tem primeru je šlo za prijateljski prevzem, ki naj bi bil po mnenju uprave Leka ključnega pomena za prihodnost družbe in ohranitev delovnih mest. Na koncu sta obe strani sklenili kompromis in se dogovorili za prevzemno ceno v višini 105.000 SIT za delnico, statutarna omejitev glasovalne pravice pa je bila na izredni skupščini umaknjena iz statuta.

Navedeni primer nazorno prikazuje moč statutarne omejevanja glasovalne pravice, saj bi se družba Lek d.d. v primeru poskusa sovražnega prevzema zelo verjetno prav zaradi tega instrumenta uspešno ubranila.

Za učinkovito uporabo instrumenta omejevanja glasovalne pravice je zelo pomembno stališče Agencije za trg vrednostnih papirjev glede dolžnosti izstavitve javne ponudbe za prevzem v primeru statutarne omejitve glasovalne pravice. Družba, ki pridobi več kot 25% lastniški delež, mora namreč po mnenju Agencije za trg vrednostnih papirjev ne glede na omejitve glasovalne pravice v ustreznem roku podati javno ponudbo za odkup vseh preostalih delnic najmanj pod enako ugodnimi pogoji, kot je pridobila 25% delež (Stališča strokovnega sveta Agencije za trg vrednostnih papirjev v zvezi z ZPre, 2000, str. 1682). Sankcija za nezakonito pridobivanje delnic nad 25 % pragom je v skladu s 55.členom ZPre ne samo odvzem glasovalne pravice za te delnice, ampak tudi sorazmerno zmanjšanje celotnega lastniškega deleža. Ta sankcija onemogoča prevzemniku, da bi ne glede na omejitve glasovalne pravice z dodatnimi nakupi delnic pridobil kapitalsko večino, saj se mu z nezakonitim pridobivanjem dodatnih delnic avtomatično proporcionalno zmanjšuje njegov lastniški delež. Instrument statutarne omejevanja glasovalne pravice v kombinaciji z določbo o obvezni javni ponudbi iz ZPre torej nudi zelo učinkovito zaščito pred nezaželenim prevzemom.

S sprejemom novele ZGD-F (dodan člen 47. b) je bila možnost statutarne omejevanja glasovalne pravice za javne delniške družbe odpravljena, s čimer jim je bila ta možnost obrambe odvzeta.

3.1.1.2. Omejevanje prenosljivosti delnic

Družba lahko z določenimi ukrepi omeji prenosljivost delnic, s čimer se skuša vzpostaviti določen nadzor pri trgovanju. Najpogostejši so naslednji instrumenti:

- Vinkulirane imenske delnice.
- Delničarski sporazumi in drugi obligacijski dogovori.
- Korporacijska oblika povezovanja delničarjev - družba pooblaščenka.

V nadaljevanju podrobneje predstavljam možnosti posameznega instrumenta.

3.1.1.2.1. Vinkulirane imenske delnice

Vinkulirane imenske delnice so delnice, ki niso prosto prenosljive, saj statut določa, da je za njihov prenos potrebno dovoljenje družbe (ZGD, 1993, 2. odst. 233. člena). Potrebno je poudariti, da je vinkulacija po naši zakonodaji edina dopustna omejitev prenosljivosti delnic in kot taka tudi pomeni izjemo od načela proste prenosljivosti delnic (Samec, 2001, str. 97).

Možnost vinkuliranja imenskih delnic je bila kot preventivni obrambni mehanizem zelo priljubljena v obdobju neposredno po zaključku lastninskega preoblikovanja podjetij. Delnice podjetij so bile izdane kot imenske delnice, mnoga podjetja pa so prenosljivost teh delnic pogojevale s soglasjem uprave družbe. Za vinkulacijo delnic so se odločile številne družbe, npr. Zavarovalnica Triglav, Termo Škofja Loka, Koroška banka, Eti elektrolement in druge, kar priča o praktičnosti uporabe navedenega obrambnega ukrepa. Tehnično gledano gre za omejevanje pravice delničarjev do prostega razpolaganja z delnicami, vendar pa je tovrstne sklepe potrdila skupščina s $\frac{3}{4}$ večino prisotnih glasov, kar pomeni, da so se delničarji s tem strinjali. Vseeno pa je potrebno omeniti, da se mali delničarji načeloma ne udeležujejo skupščin delničarjev, poleg tega pa večinoma tudi ne poznajo vseh svojih pravic, oziroma pogosto pod pritiskom uprave družbe preko zastopnikov glasujejo v korist sklepov, ki jih na skupščini delničarjev predlaga uprava.

Dileme glede možnosti vinkuliranja imenskih delnic v nejavnih družbah ni, pojavilo pa se je vprašanje, kako to urediti v javnih družbah, z delnicami katerih se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Dilemo rešuje novela ZGD-F, ki predvideva možnost vinkulacije tudi pri imenskih delnicah, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, vendar pa bo morala družba v statutu opredeliti razloge za omejitev prenosljivosti delnic. Ti bodo seveda morali biti v skladu z razlogi, ki jih opredeljuje in dopušča zakon (ZGD-F, 2001, 33b. člen). Za učinkovito uporabo možnosti vinkulacije delnic je zato za družbo ključnega pomena, kako bo uredila vinkulacijo v statutu, saj je potrebno upoštevati zakonske omejitve pri navedbi razlogov za odklonitev soglasja za prenosljivost (Samec, 2001, str. 99)

Nejavne družbe lahko odrečejo soglasje le, kadar obstajajo utemeljeni razlogi za ogroženost družbe pri doseganju njenih ciljev oziroma ogrožanje njene gospodarske samostojnosti (ZGD-F, 2001, 33. a člen). Po tej definiciji sovražni prevzem družbe zagotovo pomeni ogrožanje gospodarske samostojnosti družbe, poleg tega pa je prevzemnik lahko oseba, ki ni združljiva s sedanjimi cilji družbe (Samec, 2001, str. 99).

Pri javnih družbah pa se za utemeljeni razlog za zavrnitev soglasja k prenosljivosti smatra zgolj okoliščino prekoračitve določenega deleža glasovalnih pravic oziroma deleža v kapitalu družbe (ZGD-F, 2001, 33. a člen).

V praksi je sicer možno, da se tovrstni instrument obide z obligacijskimi dogovori med delničarji, s katerim se sporazumejo o skupnem glasovanju. Vendar pa je posledica tovrstnega obligacijskega dogovora, v kolikor ta vključuje več kot 25% glasovalnih pravic po ZPre dolžnost objave javne ponudbe za prevzem. Obligacijski dogovor je seveda potrebno dokazati, kar pa je v praksi izredno težko.

Omejitve instrumenta vinkulacije imenskih delnic so predvsem v tem, da mora biti vinkulacija opredeljena v statutu že ob izdaji delnic. Vsaka naknadna sprememba statuta mora biti namreč podprta s skupščinskim sklepom, za katerega je potrebna najmanj $\frac{3}{4}$ večina glasov (ZGD, 1993, 2. odst. 307. člena).

3.1.1.2.2. Delničarski sporazumi in drugi obligacijski dogovori

Vinkulacija imenskih delnic je edina možna statutarna omejitev prenosljivosti delnic. Drugih omejitev kot npr. prepovedi pridobivanja delnic posameznim delničarjem ali predkupne pravice v korist posameznih delničarjev s statutom ni mogoče določati (Kocbek, 1995a, str. 472). Tovrstne učinke in učinke, ki so podobni tistim, ki jih ima vinkulacija, je možno doseči z obligacijskimi dogovori, s katerimi se omejuje prenos delnic med delničarji.

Na tem mestu je potrebno poudariti, da delničarski sporazumi v zvezi z omejitvijo prenosljivosti delnic ne pomenijo usklajenega delovanja po 1. odst. 60. člena ZPre, zato v tem primeru ni potrebno izstaviti javne ponudbe za prevzem (Kocbek, 1997, str. 174-177).

Problem izvajanja obligacijskih dogovorov glede omejevanja prenosljivosti je v praksi vezan na vprašanje veljavnosti takšnih dogovorov v zvezi z dopustnostjo pravnoposlovne omejitve razpolaganja v našem pravnem sistemu. Kljub temu, da ZOR kot splošni predpis tovrstnih pravnih poslov ne ureja, so obligacijski dogovori, s katerimi se omeji razpolaganje z vrednostnimi papirji, veljavni glede na splošna načela obligacijskega prava. Sankcija za kršitev takega obligacijskega dogovora je zato lahko zgolj odškodninska, zato je smiselno, da se v dogovor vključi tudi pogodbeno kazen. Obligacijski dogovor kot obrambni mehanizem pa kljub vključitvi pogodbene kazni morebitnega prevzema ne more preprečiti, temveč ga lahko zgolj podraži, saj ponavadi prevzemnik v prevzemno ceno všteje tudi pogodbeno kazen (Samec, 2001, str. 102).

3.1.1.2.3. Družba pooblaščenka

Družba pooblaščenka je v Sloveniji razvita oblika korporacijskega obrambnega mehanizma, ki štiti družbo pred morebitnim neželenim prevzemnikom. V principu gre za povezovanje notranjih delničarjev v formalno korporacijsko obliko, katere namen je omejevanje prenosljivosti delnic.

Družbo pooblaščenko lahko ustanovijo delničarji delniške družbe, ki je nastala na podlagi lastninskega preoblikovanja po ZLPP, pod pogojem, da se je preoblikovanje

izvedlo z nejavno prodajo (ZPre, 1997, 1. odst. 81. člena). Ustanovitev je predpisana s posebnim postopkom, ki je določen v Zakonu o privatizaciji javnih oseb v lasti sklada Republike Slovenije za razvoj in obveznostih Agencije Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo.

Delničarji matične družbe ustanovijo družbo pooblaščenko tako, da osnovni kapital družbe pooblaščenke zagotovijo s stvarnimi vložki, ki jih predstavljajo delnice matične družbe, ki so v lasti ustanoviteljev družbe pooblaščenke. Na podlagi vrednosti lastniškega deleža ustanovitelja v matični družbi se določi njegov lastniški delež v družbi pooblaščenki.

Simultana ustanovitev družbe pooblaščenke se nadaljuje z imenovanjem organov družbe, sestavo ustanovitvenega poročila, ustanovitveno revizijo in prijavo za vpis družbe v register, ki za družbo pooblaščenko poteka po skrajšanem postopku. V času poteka ustanovitve se delnice matične družbe, ki so v lasti ustanoviteljev družbe pooblaščenke in predstavljajo bodoči osnovni kapital družbe pooblaščenke, zamrznejo na posebnem prehodnem računu, ki ga vodi Klirinško depotna družba. Delnice ostanejo zamrznjene na prehodnem računu do prenosa na ustanovljeno družbo.

V praksi ustanovitev družbe pooblaščenke dejansko pomeni, da so delničarji iste delniške družbe formalno povezani kot korporacijska celota. V statutu družbe pooblaščenke lahko določijo omejeno prenosljivost delnic, vinkulacijo, lahko pa tudi usklajujejo glasovalne pravice (Samec, 2001, str. 103). Pri ustanavljanju družbe pooblaščenke tudi pri prekoračitvi 25 odstotnega lastniškega deleža ne veljajo določbe ZPre, ki obvezujejo družbe k izstavitvi javne ponudbe za prevzem (ZPre, 1997, 2. odst. 81. člena). Pri tem je pomembno omeniti, da predlog novega Zakona o prevzemih predvideva izbris 81. člena sedaj veljavnega ZPre, kar bo bistveno otežilo izvedbo tovrstnih obrambnih ukrepov.

Uporabnost družbe pooblaščenke je v tem, da predstavlja učinkovit vzvod, s katerim je možno doseči kontrolo nad določenim lastniškim deležem. Recimo, da kot primer vzamemo družbo pooblaščenko, ki ima v lasti 40% delnic matične družbe. Delničar ali skupina delničarjev družbe pooblaščenke bi lahko s pridobitvijo dodatnih delnic v lastniški strukturi družbe pooblaščenke dosegla navadno večino. Finančno gledano tovrsten nakup vrednostno ustreza 20% lastniškemu deležu matične družbe. Z navadno večino v družbi pooblaščenki pa tak delničar oziroma skupina delničarjev dejansko kontrolira 40% kapitala matične družbe. To predstavlja svojevrsten vzvod, saj se s pridobitvijo 20% lastniškega deleža pridobi možnost glasovalne pravice, ki pripada 40% lastniškemu deležu. To lastnost družbe pooblaščenke se pogosto izrablja pri vzpostavitvi učinkovitega preventivnega obrambnega mehanizma, zaradi manjše finančne obremenitve pa je pogosto tudi sestavni del načrta managerskega odkupa podjetja (npr. BTC).

Vzpostavitev učinkovitega obrambnega mehanizma s pomočjo družbe pooblaščenke lahko prikažemo na primeru družbe, ki jo bom za potrebe tega diplomskega dela imenoval družba X. Družba X je srednje veliko podjetje s približno 200 zaposlenimi in ima približno 350 delničarjev. Je nejavna družba in se je preoblikovala v postopku lastninskega preoblikovanja podjetij, kar pomeni, da je bila njena lastniška struktura po preoblikovanju v skladu z izbranim modelom privatizacije:

- 10% KAD;
- 10% SOD;
- 20% PID-i;
- 45% zaposleni in upokojenci ter njihovi družinski člani;
- 15% drugi delničarji (denacionalizacijski upravičenci, SRD,...).

Družba X se je že od samega začetka zavedala nevarnosti razpršenega, nestrategskega lastništva, poleg tega pa je bilo podobno podjetje v panogi že tarča napada, ki se je zaključil s finančnim izčrpanjem tega podjetja.

Podjetje X je zato pripravilo natančen načrt za vzpostavitev preventivnega obrambnega mehanizma, ki je vključeval naslednje aktivnosti:

- ustanovitev družbe pooblaščenke;
- takojšen začetek nakupa delnic v sklad lastnih delnic z namenom bodisi kasnejše ponudbe za odkup delnic zaposlenim bodisi zmanjšanjem osnovnega kapitala;
- iskanje strateškega partnerja za lastniški delež KAD-a, SOD-a in PID-ov.

Notranji delničarji so ustanovili družbo pooblaščenko, s čimer so se formalno povezali v korporacijsko celoto. Delnice družbe pooblaščenke so vinkulirali in jim s tem omejili prenosljivost. Približno 30% lastniški delež je bil tako varno prenešen na družbo pooblaščenko, dodatni 10% lastniški delež pa je družba odkupila za sklad lastnih delnic. Uprava družbe X je v tem trenutku skupaj z njej naklonjenimi lastniki (denacionalizacijski upravičenci) torej posredno kontrolirala preko 50% svojih delnic, s čimer si je pomembno okrepila pogajalska izhodišča pri pogajanjih o prodaji lastniških deležev institucionalnih lastnikov.

Družbi X je torej do kontrole $\frac{3}{4}$ vseh glasov manjkalo še približno 20% lastniški delež, za katerega se je hkrati pogajala s KAD-om in SOD-om na eni strani in PID-i na drugi strani. Na ta način je družba X ustvarila konkurenco pri ponudnikih, kar je v končni fazi vodilo do znižanja odkupne cene delnic. Do vzpostavitve družbe pooblaščenke so namreč institucionalni investitorji pri pogajanjih o odkupni ceni zahtevali dodatno

premijo za kontrolni paket, ki pa je z vzpostavitvijo družbe pooblaščenke izgubil svojo funkcijo. Tako KAD kot SOD na eni strani kot PID-i na drugi strani so se namreč zavedali, da bodo svoj lastniški delež potem, ko družba X uredi lastništvo v skladu s svojimi željami, težko vnovčili oziroma bodo prodajni pogoji veliko slabši.

Družba X se je že od samega začetka zavedala, da je kopičenje delnic v skladu lastnih delnic samo začasna rešitev. Končni cilj je bil prenos delnic na strateške partnerje, s katerimi bi družba lahko našla skupni jezik pri postavljanju bodočih razvojnih strategij. Družba X je zato vzporedno s pogajanjem o odkupu delnic vodila tudi pogovore z dobavitelji in prijateljskimi podjetji v regiji. Namen teh pogovorov je bil preučitev možnosti o navzkrižnih strateških kapitalskih povezavah med podjetji. Deležev institucionalnih investitorjev družba X zaradi omejitev ZGD sama namreč ni smela pridobiti, zato so se odločili za vzajemne kapitalske povezave s podjetji, s katerimi tudi drugače poslovno sodelujejo. Tovrstno povezovanje je poleg ostalih koristi še dodatno poglobilo poslovne odnose med podjetji.

Navedeni primer nazorno prikazuje, da ukrep vzpostavitve družbe pooblaščenke v kombinaciji z drugimi preventivnimi obrambnimi ukrepi lahko pomembno pripomore k vzpostavitvi željenih lastniških razmerij v družbi.

3.1.1.3 Obrambni mehanizmi, vezani na pravni položaj članov uprave in nadzornega sveta

Imenovanje članov uprave in nadzornega sveta za določen čas v kombinaciji s statutarno določenim največjim možnim številom članov predstavlja preventivni obrambni mehanizem, katerega namen je v tem, da prevzemniku onemogoči takojšen odpoklic nadzornega sveta in uprave (Samec, 2001, str. 103).

V poglavju o pregledu zakonodaje sem že omenil, da je v Sloveniji za družbe, ki zapadejo pod določbe ZPre, v veljavi dvotirni upravljalni sistem, zato so hitre možnosti odpoklica bodisi uprave bodisi nadzornega sveta zelo omejene.

Prvo omejitev za hiter odpoklic uprave predstavlja morebitna nenaklonjenost sedanjega nadzornega sveta prevzemniku. Upravo namreč lahko odpokliče le nadzorni svet, zato mora prevzemnik najprej odpoklicati stari nadzorni svet, za kar se po ZGD-ju predvideva skupščinski sklep, podprt z najmanj $\frac{3}{4}$ večino glasov. Prevzemnik lahko v primeru, da mu tovrsten odpoklic uspe, imenuje nov nadzorni svet, ki potem lahko zamenja upravo.

Odpoklic uprave se v skladu z novelo ZGD-F lahko opravi le na podlagi utemeljenega razloga, kar pa za prevzemnika ne predstavlja bistvene težave. Utemeljeni razlogi so

namreč opredeljeni dovolj široko in v končni fazi zajemajo tudi ekonomsko-poslovne spremembe, ki so lahko tudi rezultat spremembe lastniške strukture v podjetju (ZGD-F, 2001, 2. odst. 41. člena). V skladu z novelo ZGD-F je torej odpoklic uprave lahko izvršen samo na podlagi utemeljenega razloga, zato je bila odpravljena tudi zakonsko določena odpravnina. To pomeni, da je višina odpravnine zdaj stvar obligacijskega dogovora in ne več zakonskega urejanja. Družba in uprava imata tako določeno avtonomijo pri določitvi višine odpravnine ob prevzemu podjetja. Ne glede na to pa zgornjo višino odpravnine ob odpoklicu bodisi uprave bodisi nadzornega sveta omejujeta 253. in 276. člen ZGD, ki pravita, da morajo biti prejemki uprave oziroma nadzornega sveta v ustreznem sorazmerju z nalogami posameznega člana in finančnim stanjem družbe (Samec, 2001, str. 105).

Če ob tem upoštevamo še dejstvo, da imajo tako omejene odpravnine v relativnem smislu zanemarljiv vpliv na celotne stroške prevzema, lahko zaključimo, da ob omejitvah naše zakonodaje obrambni mehanizem zlatih padal (golden parachutes) ni niti približno tako učinkovit kot v državah z anglosaksonskim pravnim redom.

Opisani obrambni ukrepi sami po sebi torej nikakor ne morejo preprečiti zamenjave vodstva, se pa z njihovo uporabo pridobi na času. Nezmožnost takojšnje zamenjave starega vodstva pa lahko v kombinaciji z drugimi obrambnimi ukrepi potencialnega prevzemnika celo odvrne od prevzema.

Ob koncu poglavja o obrambnih ukrepih v zvezi s spremembo organizacijske strukture lahko zaključimo, da je namen uporabe tovrstnih obrambnih ukrepov zelo jasen ne glede na vrsto ukrepa - morebiten prevzem podjetja mora biti čim manj privlačen za potencialnega prevzemnika.

3.1.2. Spremembe kapitalske strukture

Družba se lahko pred morebitnim sovražnim prevzemom zavaruje tudi z uporabo preventivnih obrambnih ukrepov, ki so povezani s spremembo kapitalske strukture. Glede na omejitve in specifičnosti slovenske zakonodaje pridejo s tega področja v poštev predvsem naslednji ukrepi:

1. Pridobivanje lastnih delnic.
2. Ukrepi povezani s povečanjem osnovnega kapitala:
 - a.) povečanje osnovnega kapitala z izključitvijo prednostne pravice delničarjev;
 - b.) izdaja delnic delavcem, članom uprave in članom nadzornega sveta.

V nadaljevanju podrobneje predstavljam namen in možnosti uporabe zgoraj navedenih instrumentov.

3.1.2.1. Pridobivanje lastnih delnic

Namen tega obrambnega ukrepa 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.

Tovrsten ukrep 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.

Z našo zakonodajo je način pridobivanja lastnih delnic natančno predpisan z 240. členom ZGD, po katerem je pridobivanje lastnih delnic dovoljeno le v sledečih primerih:

- če je pridobitev nujna, da bi družba preprečila hudo neposredno škodo;
- če naj se delnice ponudijo v odkup delavcem družbe ali z njo povezane družbe;
- če pridobi delnice zato, da bi delničarjem zagotovila odpravnino po določbah tega zakona;
- če je pridobitev neodplačna;
- če pridobi delnice v nakupni komisiji;
- če pridobi delnice na podlagi univerzalnega pravnega nasledstva;
- če pridobi delnice na podlagi sklepa skupščine o umiku delnic po določbah o zmanjšanju osnovnega kapitala;
- če pridobi delnice na podlagi pooblastila skupščine za nakup lastnih delnic, ki velja 18 mesecev in določa najnižjo in najvišjo prodajno ceno, kakor tudi delež teh delnic, katerih skupni nominalni znesek ne sme presegati 10% osnovnega kapitala.

Na tem mestu je potrebno omeniti, da morata biti z izjemo pridobivanja po 1. in 5. alineji 1. odstavka 240. člena ZGD, kumulativno izpolnjena naslednja pogoja (Kocbek et al., 1998, str. 154):

- skupna nominalna vrednost pridobljenih lastnih delnic ne sme presegati desetih odstotkov osnovnega kapitala;
- družba mora pred pridobitvijo oblikovati sklad za lastne delnice.

V praksi najpogosteje pride v poštev pridobivanje lastnih delnic v skladu z 1.,2.,5.,7. in 8. alineo 1. odstavka 240. člena ZGD in jih zato v nadaljevanju tudi podrobneje obravnavam.

»Pridobitev je nujna za preprečitev hude neposredne škode« (ZGD, 1993, 1. alineja 1. odst. 240. člena):

Družba lahko pridobiva lastne delnice, v kolikor je pridobitev nujna, da se prepreči huda neposredna škoda. Po mnenju teoretikov prevzem ne pomeni nujno škode za družbo, poleg tega pa ni naloga delniškega prava, da s sredstvi pridobivanja lastnih delnic zagotavlja varstvo konkurenčnosti. Problem se pojavi tudi v ohlapnosti termina huda neposredna škoda, kjer je poleg definicije škode potrebno kritično presoditi tudi neposrednost škode, saj v trenutku pridobivanja manjkata časovna bližina in verjetnost škode (Samec, 2001, str. 125).

Pridobivanje lastnih delnic bi bilo torej lahko dopustno v primeru, ko uprava v času pridobivanja še ni z gotovostjo vedela za ponudbo sovražnega prevzemnika (namera ponudnika upravi še ni bila pisno sporočena), lahko pa je na podlagi okoliščin in dostopnih informacij sklepala o veliki verjetnosti, da se le ta zgodi (Samec, 2001, str. 126) .

«Delnice naj se ponudijo v odkup delavcem družbe oziroma z njo povezane družbe« (ZGD, 1993, 2. alineja 1. odst. 240. člena):

Veliko enostavnejše je za upravo pridobivanje lastnih delnic z namenom oblikovanja kasnejše ponudbe za odkup lastnih delnic zaposlenim, torej delavcem in članom uprave. Tovrstno pridobivanje delnic je bilo med slovenskimi podjetji zelo priljubljeno predvsem v času, ko so bili tečajji delnic zaradi presežka ponudbe nad povpraševanjem zelo nizki. Z nakupom po nizki ceni je tako podjetje pridobile delnice, ki jih je lahko kasneje po privlačnih cenah ponudilo v odkup zaposlenim. Podjetje je s tem zagotavljalo potrebno povpraševanje in likvidnost trgovanja. Malim delničarjem je to olajšalo prodajo njihovih delnic, podjetja pa so s tovrstnim posredovanjem lahko dobro kontrolirala pretok delnic.

Glede na to, da so bili med prodajalci delnic v večini zaposleni v podjetju, bi lahko sklepali, da je šlo v kasnejših odkupih dejansko za prerazporeditev notranjega lastništva v podjetju od zaposlenih z nižjo funkcijo in dohodki k zaposlenim z višjo funkcijo in dohodki. Ob tem je potrebno upoštevati, da so dodatni nakupi delnic omejeni s finančno zmožnostjo zaposlenih, saj se je večina izmed njih zadolžila že v fazi privatizacije podjetja, ko so v postopku notranjega odkupa pridobivali delnice družbe po nižani ceni.

Tovrstna prerazporeditev lastništva ima tudi določeno obrambno vsebino. Notranje delničarje, ki so se odločili, da okrepijo svoj lastniški delež v podjetju, kjer so zaposleni, lahko namreč obravnavamo kot dolgoročne strateške lastnike, ki svojih delnic v primeru sovražne ponudbe za prevzem ne bodo prodali.

«Pridobivanje delnic z nakupno komisijo» (ZGD, 1993, 5. alineja 1. odst. 240. člena)

Pridobivanje lastnih delnic je možno tudi na podlagi nakupne komisije. To pomeni, da družba kot komisionar pridobiva lastne delnice v svojem imenu in za račun komitenta. Pri tovrstnem pridobivanju lastnih delnic je pomemben podatek, da družba ni vezana na omejitve količine delnic v maksimalni višini 10 odstotkov osnovnega kapitala, poleg tega pa se za tovrstno pridobivanje ne zahteva vnaprejšnje oblikovanje sklada lastnih delnic (Kocbek, 1995, str. 79).

Vse navedeno seveda velja zgolj pod pogojem, da ima družba s komitentom sklenjeno komisijsko pogodbo in kar je zelo pomembno, da družba ne zalaga plačila za delnice, ki so kupljene po tej pogodbi. V nasprotnem primeru se tovrstni posel lahko označi kot fiktivni posel, ki je z 241. členom ZGD prepovedan.

Dejstvo, da družba ne sme zalagati sredstev za pridobivanje delnic z nakupno komisijo, pomeni za družbo določeno omejitev, saj mora najti strateškega partnerja (komitenta), ki v primeru ponudbe za prevzem delnic ne bo prodal. Ponavadi družbe primerne partnerja iščejo v vertikalni smeri poslovne verige, torej bodisi dobavitelja bodisi odjemalca. Tako enemu kot drugemu je namreč v interesu, da ima družba stabilno lastniško strukturo, ki omogoča predvidljivo poslovanje na dolgi rok.

V primeru nakupne komisije se nehote postavlja vprašanje, zakaj družba kot komisionar posreduje pri pridobivanju teh delnic, oziroma zakaj ne bi partner v svojem imenu in za svoj račun pridobival delnic neposredno od delničarjev. Glavni razlogi, ki govorijo v prid nakupni komisiji, so sledeči:

- breme organizacije nakupa ostane na plečih družbe, kateri je v interesu, da se nakup delnic dejansko izvrši;
- uprava družbe uživa zaupanje delničarjev, zato se bo z njimi lažje dogovorila o pogojih prodaje delnic.

Upravičenost uporabe instrumenta nakupne komisije v obrambne namene bom skušal prikazati na primeru družbe Y, ki se je na ta način uspešno ubranila pred poskusom sovražnega prevzema. Preden se lotim predstavitve primera, bi rad poudaril, da pri poskusu prevzema družbe Y zaradi njene majhnosti prevzemnik ni bil dolžan upoštevati določb ZPre, zato javna ponudba za prevzem nikoli ni bila izstavljena.

Primer je sicer lahko uporaben tudi za tipičen prikaz instrumenta belega viteza oziroma iskanja konkurenčne ponudbe, ki spada med kurativne obrambne mehanizme, vendar pa se na tem mestu osredotočam na prikaz prednosti, ki jih prinaša pridobivanje delnic z nakupno komisijo kot preventivni obrambni ukrep.

Družba Y s 50 zaposlenimi spada med majhna podjetja, ki se ukvarjajo z gradbeniško dejavnostjo. Glede poslovnih rezultatov je družba Y v svoji panogi zelo povprečno podjetje. Tarča sovražnega prevzema je postala zaradi zemljišča na odlični lokaciji, ki je bil v njeni lasti. Zadevno zemljišče je bilo namreč med redkimi na tem koncu Slovenije, ki je bilo primerno za gradnjo večjega nakupovalnega centra. Namen prevzemnika je bil pridobitev 100% lastniškega deleža, nato pa odsvojitvev zemljišča preko likvidacije družbe. Prevzemnik se je za prevzem družbe Y verjetno odločil zaradi naslednjih razlogov:

- izredno visoka tržna vrednost zemljišča;
- podvrednotenje zemljišča v bilanci stanja in posledično nizka knjigovodska vrednost delnice;
- zelo razpršeno lastništvo in nizka tržna vrednost delnice na neorganiziranem trgu.

Lastniška struktura družbe Y je bila v tem času tipična za podjetje, ki se je preoblikovalo po ZLPP:

- 40% institucionalni investitorji (KAD, SOD, PID-i);
- 55% zaposleni, bivši zaposleni in upokojenci;
- drugi.

Poskus sovražnega prevzema se je pričel s ponudbo za nakup 40% lastniškega deleža, ki jo je ponudnik naslovil na institucionalne investitorje, torej KAD, SOD in pooblaščen investicijsko družbo. Družba Y je takoj stopila v stik s prijateljsko družbo F, ki je pri institucionalnih investitorjih vložila protiponudbo za pridobitev zadevnega lastniškega deleža. Sledilo je izmenično zviševanje nakupne cene, ki je zaradi tega več kot preseгла knjigovodsko vrednost delnice družbe Y. Družba F je zato med potekom pogajanj spremenila taktiko in se je s pomočjo družbe Y usmerila na pridobivanje delnic, ki so bile v lasti malih delničarjev. Družbi sta sklenili nakupno komisijo, po kateri je družba Y za račun družbe F pridobivala delnice malih delničarjev, kar po 5. alineji 1. odst. 240. člena ZGD predstavlja dovoljen način pridobivanja lastnih delnic.

Mali delničarji so bili v večini zaposleni v družbi Y, uprava pa si je z dolgoletnim vodenjem družbe pridobila njihovo naklonjenost in zaupanje. Odkupa lastniških

deležev teh delničarjev sta se družbi lotili s pismom uprave in individualno obravnavo vsakega delničarja, kar je bilo ključnega pomena za uspeh obrambne akcije. V pičlih treh dneh je družba F pridobila 55% lastniški delež družbe Y, kar pomeni, da so delnice brez izjeme prodali prav vsi notranji delničarji. To je temeljito spremenilo potek pogajanj za pridobitev 40% lastniškega deleža institucionalnih investitorjev. Družba F je namreč v nadaljevanju o uspešni pridobitvi večinskega lastništva obvestila institucionalne lastnike družbe Y in konkurenčnega ponudnika, ki je zaradi tega odstopil od nadaljnjih pogajanj. Družba F je tako ostala edini interesent za nakup, temu primerna pa je bila tudi končna nakupna cena, ki je bila skoraj 40% nižja od najvišje ponudbe v času prvotnih pogajanj. Ob tem ponovno poudarjam, da bi brez pomoči družbe Y, ki je bila v proces vključena preko nakupne komisije, prevzemnik verjetno brez težav izvršil svojo namero o prevzemu.

»Na podlagi pooblastila skupščine za nakup lastnih delnic« (ZGD-F, 2001, 37. člen):

Uprava lahko na podlagi pooblastila skupščine delničarjev v okviru pogojev, določenih v tem pooblastilu, samostojno kupuje in prodaja lastne delnice, seveda v skupnem nominalnem znesku do 10 odstotkov osnovnega kapitala. Namen te možnosti je predvsem v možnosti hitrega ukrepanja v primeru, ko uprava družbe zasluži, da bi v bližnji prihodnosti lahko prišlo do prevzema družbe (Samec, 2001, str. 129). Poleg tega se v povezavi s to možnostjo zaposlenim lahko zagotavlja čiste delniške opcije, saj je na tej podlagi možno pridobivanje lastnih delnic in kasneje zagotavljanje le teh delavcem, članom uprave ali nadzornega sveta (Kocbek, 2000, str. 223). S tovrstnimi dejanji lahko uprava družbe postopoma izgrajuje lastniško strukturo, ki najbolj ustreza njenemu delovanju.

Ob zaključku obravnave instrumenta pridobivanja lastnih delnic kombinacijo različnih možnosti praktične uporabe prikazujem še na konkretnem primeru iz prakse. Kombinirano pridobivanje lastnih delnic v smislu vzpostavitve učinkovitega preventivnega obrambnega mehanizma ponovno prikazujem na primeru družbe X, ki sem jo obravnaval že pri prikazu obrambnih ukrepov v zvezi z ustanovitvijo družbe pooblaščenke.

Družba X je namreč v načrtu za vzpostavitev učinkovitega preventivnega obrambnega mehanizma poleg ostalih ukrepov predvidela tudi pridobivanje lastnih delnic v skladu z naslednjimi možnostmi, kot jih predvideva 1. odstavek 240. člena ZGD:

1. alineja: z namenom preprečitve hude neposredne škode;
2. alineja: z namenom prodaje zaposlenim;
5. alineja: na podlagi nakupne komisije;
8. alineja: na podlagi pooblastila upravi.

Družba X je želela vzpostaviti stabilno lastniško strukturo, ki bi bila naklonjena strateški usmeritvi uprave, s čimer bi si zagotovila podporo pri izvedbi projektov, ki bi družbo postopoma pripeljali do uresničitve zastavljenih ciljev. Z ustanovitvijo družbe pooblaščenke je bilo zagotovljenih 30% glasovalnih pravic, do kontrole $\frac{3}{4}$ večine je torej manjkalo še 45% vseh glasov.

V skladu z določili ZGD-ja je družba omejena v količini odkupljenih lastnih delnic, katerih nominalna vrednost ne sme presegati 10 odstotkov vrednosti osnovnega kapitala družbe. Družba X je zato dolgoročno rešitev iskala tudi v kapitalskih povezavah s svojimi strateškimi partnerji, ki bi postopoma prevzeli lastniški delež institucionalnih investitorjev. Pridobivanje lastnih delnic je tako potekalo preko nakupne komisije, za katero družba X v skladu z določbami ZGD ni potrebovala skupščinskega sklepa za ustanovitev sklada lastnih delnic in hkrati ni bila vezana na omejitev količine pridobljenih lastnih delnic.

Predvidevanja družbe X o nevarnosti sovražnega prevzema so se izkazala za utemeljena, ko je nezaželeni zunanji investitor pridobil 10% lastniški delež družbe X. Uprava družbe X je takoj reagirala in v skladu s 1. alineo 1. odstavka 240. člena ZGD, ki govori o nakupu lastnih delnic z namenom preprečitve hude neposredne škode, pridobila dodatni 20% lastniški delež od institucionalnih investitorjev. Tudi tovrstna pridobitev lastnih delnic ne zahteva predhodnega oblikovanja sklada lastnih delnic, mora pa uprava o razlogih za pridobitev poročati na prvi naslednji skupščini, kar je tudi storila.

V naslednjem koraku je uprava družbe X sprožila vpis lastniškega deleža družbe pooblaščenke v centralni register KDD, »sovražnega prevzemnika« pa obvestila, da družba pooblaščenka in prijateljska podjetja kontrolirajo večino glasovalnih pravic. Reakcija prevzemnika je bila pričakovana. Z upravo družbe X se je dogovoril, da odstopa od nadaljnjega pridobivanja delnic družbe X, za že pridobljeni lastniški delež pa mu je družba X ponudila, da ga odkupi po enaki ceni kot ga je pridobil, vendar šele po sklepu skupščine o oblikovanju sklada lastnih delnic.

Uprava družbe X je na naslednji skupščini poročala o razlogih za pridobitev lastniškega deleža po 1. alineji 1. odstavka 240. člena ZGD, hkrati pa vložila predlog o oblikovanju sklada lastnih delnic za namen kasnejše ponudbe zaposlenim (ZGD, 1993, 2. alineja 1. odstavka 240. člena). Skupščina delničarjev je predlog uprave sprejela (ustrezna podpora je bila zagotovljena s predhodnimi preventivnimi ukrepi), poleg tega pa v skladu z 8. alinejo 240. člena ZGD upravo pooblastila za nadaljnje pridobivanje lastnih delnic.

Načrt za prenos pridobljenih lastnih delnic je bil sledeči:

- prenos 15% lastniškega deleža na strateške partnerje;
- izmenjava 15% lastniškega deleža v smislu vzajemnih kapitalskih povezav s podjetji v regiji;
- ponudba za odkup zaposlenim za 10% lastniški delež.

Končni rezultat prestrukturiranja lastniške strukture je bil tak, da je upravi omogočal nadzor nad navadno večino glasovalnih pravic, skupaj s strateškimi partnerji in podjetji v regiji pa tudi $\frac{3}{4}$ večino, ki je potrebna za pomembnejše sklepe npr. statutarne spremembe. Ob koncu naj še omenim, da družba X ne izpolnjuje kriterijev, na podlagi katerih družbe zapadejo pod določbe ZPre, zato javna ponudba za prevzem ni obvezujoča.

3.1.2.2. 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 mehanizmov, ki so zelo priljubljeni v okoljih z anglosaksonskim pravnim redom. Izdaja tako imenovanih prednostnih vrednostnih papirjev oziroma »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;
- izdaja delnic delavcem, članom uprave in nadzornega sveta.

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

Izdajo tako imenovanih mladih delnic je v obrambnem smislu možno izvesti bodisi s povečanjem osnovnega kapitala bodisi z izdajo zamenljivih obveznic ali obveznic z delniško nakupno opcijo v povezavi s pogojnim povečanjem osnovnega kapitala (Samec, 2001, str. 130).

Omejitve tega obrambnega ukrepa so prisotne v dejstvu, 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 glede na načelo enakega obravnavanja delničarjev morali nove delnice ponuditi vsem delničarjem, kar pomeni tudi prevzemniku, in sicer v sorazmerju z njihovimi sedanjimi lastniškimi deleži (Samec, 2001, str. 130). 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 bo nove delnice možno ponuditi prijateljski tretji osebi oziroma tako imenovanemu belemu vitezu. Potrebno je poudariti, da mora biti izključitev prednostne pravice v skladu z določbami ZGD 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. 131).

Pomembne spremembe v zvezi z odobrenim kapitalom je prinesla trinajsta direktiva EU o prevzemih družb, ki restriktivno predvideva popolno nevtralnost uprave družbe potem, ko je namera za javno ponudbo za prevzem enkrat objavljena. To pomeni, da mora uprava v tistem trenutku opustiti vsa dejanja, s katerimi bi lahko ovirala prevzemni postopek, še zlasti je prepovedana izdaja novih delnic. Dopusčene so določene izjeme, in sicer v primeru sprejetja skupščinskega sklepa v času trajanja prevzemne ponudbe, kar dejansko pomeni, da bi se prevzemnik moral strinjati z dokapitalizacijo in v primeru iskanja konkurenčnega ponudnika. Predvidena je tudi možnost povečanja osnovnega kapitala na podlagi predhodno sprejetega skupščinskega sklepa na zalogo, ki pa v trenutku izstavitve prevzemne ponudbe ne sme biti starejši od 18 mesecev, vendar pa je dodatno določeno, da je pri tem treba upoštevati prednostno pravico vseh delničarjev. Skratka, direktiva torej ostaja pri načelu, da so delničarji tisti, ki naj odločajo o izidu ponudbe za prevzem (Samec, 2001, str. 131). Na podlagi navedenega lahko zaključimo, da je v danih razmerah s tovrstnim povečanjem kapitala praktično nemogoče zagotoviti učinkovito obrambo družbe.

Nasprotno pa pogojno povečanje osnovnega kapitala z izdajo mešanih vrednostnih papirjev vsaj teoretično predstavlja dokaj učinkovit obrambni ukrep. Med mešane vrednostne papirje uvrščamo zamenljive obveznice in obveznice z delniško nakupno opcijo. Z izdajo mešanih vrednostnih papirjev naj bi se dosegli podobni učinki kot z izdajo tako imenovanih «poison pills», saj se kapitalska struktura družbe po izdaji lahko tako spremeni, da ponudnik ne bo več mogel pridobiti ustrezne kapitalske udeležbe. Potrebno je opozoriti, da mora ponudnik v skladu z določbami Zpre ponuditi v odkup tudi vrednostne papirje s pravico do konverzije oziroma nakupa delnic z glasovalno pravico (ZPre, 1997, 2. alineja 2. odst. 7. člena), s čimer se poveča obseg delnic z glasovalno pravico, ki jih mora prevzemnik kupiti, kar lahko prevzem precej podraži.

3.1.2.2.2. Izdaja delnic delavcem, članom uprave in nadzornega sveta

Nove izdaje delnic delavcem in članom uprave se lahko izvedejo bodisi s pogojnim povečanjem kapitala bodisi z odobrenim kapitalom. Prednost tovrstnega ukrepa je v tem, da ni treba imeti opravičila za izključitev prednostne pravice, ker je ta izključena že na podlagi zakona (Samec, 2001, str. 132).

Pri pogojnem povečanju osnovnega kapitala so se v preteklosti pravice za pridobitev delnic zagotavljale le zaradi konverzije terjatev iz udeležbe v dobičku, medtem ko je bilo pri odobrenem kapitalu potrebno upoštevati tudi ustrezen način zagotavljanja delnic, tako da niso bili prizadeti interesi ostalih delničarjev.

S sprejemom novele ZGD-F so bile možnosti v zvezi s pogojnim povečanjem osnovnega kapitala razširjene. Na novi podlagi je tako možno zagotavljati tudi opcijska upravičenja delavcem ter članom uprave in nadzornega sveta, in sicer ne glede na višino njihovih terjatev iz naslova udeležbe v dobičku. Opcijska upravičenja oziroma čiste opcije lahko dejansko povzročijo, da se položaj prevzemnika glede kapitalske strukture tekom prevzema bistveno spremeni. Še posebej to velja v primeru, ko uprava še pred objavo javne ponudbe za prevzem pridobi informacije o pripravljajočem se prevzemu (Samec, 2001, str. 132).

3.1.3. Spremembe premoženjske strukture

Spreminjanje premoženjske strukture s prodajo delov premoženja, ki se izvrši v primeru prevzema družbe, predstavlja preventivni obrambni ukrep, ki je z našo zakonodajo v svojem delovanju precej omejen.

V principu gre za sklepanje pogojnih prodajnih pogodb, ki se izvršijo v primeru uspešnega prevzema družbe. Naša zakonodaja v zvezi s tem upravi izrecno prepoveduje, da po objavi namere za prevzem, opravlja dejanja, katerih edini namen je ovirati oziroma oteževati postopek in sprejetje javne ponudbe za odkup (ZPre, 1997, 5. alineja 1. odst 36. člena). Načeloma je prodaja premoženja, katere edini namen je, da se uprava brani pred sovražno ponudbo, označena kot nezakonito ravnanje uprave (Samec, 2001, str. 139).

3.2. Kurativni obrambni mehanizmi

Kurativni obrambni mehanizmi so sestavljeni iz ukrepov, z izvedbo katerih prične napadena družba potem, ko je namera o prevzemu družbe že javno objavljena.

Naša zakonodaja je pri možnostih obrambe družbe s kurativnimi obrambnimi ukrepi precej restriktivna, saj 1. odstavek 36. člena ZPre določa strogo pasivnost uprave po tem, ko je dobila obvestilo ponudnika o nameri za javno ponudbo za odkup vseh delnic. Pred izvedbo obrambnih ukrepov mora uprava pridobiti sklep skupščine delničarjev, ki mora biti potrjen z najmanj $\frac{3}{4}$ večino vseh prisotnih glasov. Naš zakon o prevzemih pojma obrambnega dejanja ne definira, ampak le našteva dejanja, ki jih uprava v postopku prevzema ne sme izvajati brez skupščinskega sklepa. Tu so mišljena predvsem naslednja dejanja (ZPre, 1997, 1. odst. 36. člena):

- realizacija odobrenega kapitala;
- sklepanje poslov zunaj rednega delovanja družbe;
- opravljanje dejanj ali sklepanje poslov, ki bi lahko resneje ogrozili nadaljnje poslovanje družbe;
- 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.

Med potekom ponudbe za odkup torej uprava ne sme uporabiti obrambnih ukrepov, za izvedbo katerih jih je skupščina delničarjev predhodno že pooblastila, npr. odobreni kapital ali pooblastilo za nakup lastnih delnic. Za uporabo teh ukrepov se namreč zahteva ponovno soglasje skupščine delničarjev, v nasprotnem primeru je sankcija za taka dejanja njihova ničnost (ZPre, 1997, 2. odst. 36. člena). Ob tem je potrebno omeniti, da novi predlog sprememb ZPre dovoljuje pridobivanje lastnih delnic med ponudbo za odkup, če so te pridobljene v skladu z 8. alineo 1. odstavka 240. člena ZGD.

Zahtevana popolna pasivnost uprave ciljne družbe v času prevzemne ponudbe torej dejansko pomeni, da ob obstoječi zakonodaji izvedba večine kurativnih obrambnih mehanizmov ni smiselna, saj prevzema ne morejo preprečiti, temveč ga lahko le podražijo. Za ponazoritev te trditve si lahko zamislimo situacijo, ko skupščina delničarjev pred izstavitvijo ponudbe za odkup pooblasti upravo, da zaradi nevarnosti sovražnega prevzema poveča osnovni kapital družbe, tako da ob izključitvi prednostne pravice ostalih delničarjev izda delnice prijaznemu tretjemu. V skladu s 13. direktivo EU je sicer dopuščena možnost, da lahko uprava na podlagi pooblastila skupščine poveča osnovni kapital, vendar pa hkrati zahteva upoštevanja prednostne pravice delničarjev. Prevzemniku je s tem torej omogočeno, da si z nakupom sorazmernega dela nove izdaje delnic zagotovi enako kapitalsko strukturo, kot je bila pred povečanjem osnovnega kapitala. Poleg tega 285.člen ZGD določa, da mora biti skupščina delničarjev sklicana vsaj mesec dni pred zasedanjem, kar pomeni, da je sprejem skupščinskega sklepa o izvedbi obrambnih ukrepov v primeru sočasno vložene

namere in ponudbe za odkup vseh delnic teoretično sicer mogoč, praktično pa skoraj neizvedljiv. Na tem mestu je potrebno omeniti, da novi predlog sprememb ZPre med drugim predvideva tudi skrajšanje roka za sklic skupščine s sedanjih 30 na 15 dni ne glede na določbe ZGD. Namen te spremembe je razširiti možnosti ciljne družbe, da se ubrani pred sovražnim prevzemom.

3.2.1. Iskanje konkurenčne ponudbe

Ne glede na povedano pa je upravi v skladu z 51. členom ZPre dovoljeno, da si poišče prijazne ponudnike in na ta način sproži konkurenčno ponudbo. Uprava se s konkurenčnim ponudnikom lahko dogovori o nadaljnjem sodelovanju, delničarjem pa priporoči sprejem njegove ponudbe.

Na ta način se lahko rešuje tudi problem pozitivne diskriminacije interesov upnikov in delojemalcev v korist interesov delničarjev, ki je ponavadi prisotna v prevzemnem postopku. Konkurenčna ponudba namreč po eni strani ščiti interese zaposlenih, ki v primeru uspeha prijaznega konkurenčnega ponudnika ne bodo prizadeti, po drugi strani pa varuje tudi interese delničarjev, ki bodo delnice prodali po višji ceni.

Slednje nam dokazuje tudi primer konkurenčne ponudbe v pivovarski vojni, ki se je pričela leta 2001. Uprava Pivovarne Union se je potem, ko je Pivovarna Laško uradno postala lastnica približno 25% njenih delnic (neuradno pa precej več) z belgijskim pivovarskim koncernom Interbrew dogovorila, da le ta vloži javno ponudbo za odkup vseh delnic Pivovarne Union. Na tem mestu bi rad opozoril, da v tem konkretnem primeru do vložitve konkurenčne ponudbe dejansko ni prišlo, ker Pivovarna Laško ni vložila javne ponudbe za odkup vseh delnic Pivovarne Union. Kljub temu pa je uprava Pivovarne Union pridobitev zadevnega lastniškega deleža s strani Pivovarne Laško ocenila kot poskus sovražnega prevzema, zato lahko v tem kontekstu javno ponudbo Interbrea označimo kot poskus izstavitve konkurenčne ponudbe.

V borbi za Pivovarno Union so največ pridobili prav delničarji Pivovarne Union, saj je bila končna odkupna cena veliko višja kot bi znašala v primeru enega ponudnika. Po drugi strani pa je bila usoda uprave Pivovarne Union precej drugačna. Kljub temu, da neuradno sicer odločitev o zmagovalcu še ni dokončno znana, pa je jasno, da poskus obrambe s konkurenčno ponudbo za upravo Pivovarne Union ni bil uspešen.

Uradno pivovarska vojna sicer še ni doživela epiloga, saj je bila pred kratkim s strani Interbrea pri Svetovni banki vložena tožba proti Sloveniji zaradi domnevno nezakonitega delovanja SOD-a tekom prevzemne ponudbe, že leta 2002 pa je bila zaradi domnevnega kršenja določb ZPre vložena tudi tožba proti Pivovarni Laško.

4. SKLEP

Značilnosti slovenske pravne regulative, ki predvideva strogo pasivnost uprave v prevzemnem postopku, zelo omejujejo pripravo in izvedbo kurativnih obrambnih mehanizmov, s katerimi se družbe branijo, ko je namera o ponudbi za odkup delnic že izstavljena.

Vzpostavitev učinkovitih obrambnih mehanizmov v slovenskih družbah bi tako morala temeljiti predvsem na razvoju ustreznih preventivnih obrambnih ukrepov. Razpršena lastniška struktura kot posledica izbranega modela lastninskega preoblikovanja podjetij predstavlja problem, s katerim se zadnja leta ukvarja večina slovenskih podjetij. Smiselno bi bilo, da se zato rešitev tovrstnega problema išče širše, in sicer na nivoju panožnih oziroma regijskih povezav.

Soodvisnost in močne vezi, ki so se z leti vzpostavile med podjetji znotraj posamezne regije, bi družbe v fazi konsolidacije lastništva lahko obrnile v svojo korist, hkrati pa bi s tem rešile mnogo problemov glede sodelovanja družbe pri preoblikovanju lastniške strukture. Ideja bi lahko bila v navzkrižnih vzajemnih kapitalskih povezavah med družbami v regiji, ki so v poslovnem smislu povezane vertikalno in nimajo apetitov po vertikalni integraciji nazaj ali naprej.

Prednosti pri tovrstnih povezavah so številne, naj naštejemo samo nekatere:

- z navzkrižnimi nakupi se družba izogne omejitvam glede pridobivanja lastnih delnic;
- tako pridobljene delnice v nasprotju z lastnimi delnicami ohranijo glasovalno pravico, ki jo imetnik - strateški partner izvršuje v skladu s skupnim interesom obeh partnerjev;
- strateške kapitalske povezave lahko dodatno poglobijo poslovni odnos med družbama;
- elegantna rešitev problema neurejene lastniške strukture.

Z vključitvijo v EU se povečuje interes tujih investorjev, s čimer se še stopnjuje pritisk oziroma nevarnost, da se odvijajo nezaželene spremembe v lastniški strukturi slovenskih podjetij. V primerjavi z evropskimi multinacionalkami so slovenska podjetja relativno majhna in bodo kot samostojna podjetja v nekaterih panogah težko konkurenčna. Vzajemne kapitalske povezave in strateško sodelovanje med slovenskimi podjetji lahko poleg učinkovitega obrambnega mehanizma predstavlja tudi dobro podlago za uspešen skupen nastop podjetij na evropskem trgu.

LITERATURA

1. Becht Marco, Bolton Patrick, Roell Ailsa: Corporate Governance and Control. [URL: <http://www.ecgi.org/wp/wp.php?series=Finance>], oktober 2002.
2. Berglof Erik, Pajuste Anete: Emerging owners, Eclipsing markets?. 40 str. [URL: http://www.hhs.se/NR/rdonlyres/FA5BD6D4-D78B-4A17-933E-3C87F4C5811F/915/BerglofPajuste_2003_Eclipsingmarkets.pdf], 20.12.2004.
3. Berglof Erik, Bolton Patrick: The Great Divide and Beyond-Financial Architecture in Transition. [URL:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=382300], februar 2003.
4. Bešter Janez: Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1996. 157 str.
5. Bohinc Rado, et al.: Zakon o gospodarskih družbah s komentarjem, prva knjiga. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2002. 1068 str.
6. Djankov Simeon D., Murrel Peter: Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=238716], december 2004.
7. Gregorič Aleksandra, Vespro Cristina: Block Trades and the Benefits of Control in Slovenia. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=444500], september 2003.
8. Gregorič Aleksandra, Simoneti Marko: Managerial Ownership and Corporate Performance in Slovenian Post-Privatization Period. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=527183], april 2004.
9. Gregorič Aleksandra, Prašnikar Janez, Ribnikar Ivan: Corporate Governance in Transitional Economies: The Case of Slovenia. [URL: <http://miha.ef.uni-lj.si/rcef/>], december 2004.
10. Kocbek Marijan: Delnice in delniška družba. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1995. 528 str.
11. Kocbek Marijan: Prenosljivost delnic in predkupne pravice delničarjev. Podjetje in delo, Ljubljana, 1995a, 4, str. 472-474
12. Kocbek Marijan, Plavšak Nina, Premk Peter: Zakon o prevzemih s komentarjem. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1997. 242 str.
13. Kocbek Marijan et al.: Nadzorni sveti v delniških družbah in družbah z omejeno odgovornostjo. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1998. 443 str.
14. Kocbek Marijan: Prevzem podjetij in prevzem gospodarske družbe-pridobitev kontrolnega deleža delniške družbe. Pravniki, Ljubljana, 1999, 6, str. 321-331.

15. Kocbek Marijan: Nagrajevanje z delniškimi opcijami-korporacijsko pravni vidiki. Pravniki, Ljubljana, 2000, 4-5, str. 215-223.
16. Kocbek Marijan: Zakon o gospodarskih družbah (novela F) - uvodna pojasnila. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2001. 476 str.
17. Pistor Katharina, Raiser Martin, Gelfer Stanislav: Law and Finance in Transition Economies. [URL:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=214648], marec 2000.
18. Samec Nataša: Obramba družb pred prevzemom. Maribor : Studio Linea, 2001. 242 str.
19. Shinkman Matthew: Mlakuža korporacijskega upravljanja. [URL: <http://www.manager-on.net/index.php?clanek=128>], december 2004.
20. Simoneti Marko et al.: Case-by-case versus mass privatization in transition economies: Owner and seller effects on performance of firms in Slovenia. 28 str. [URL: <http://www.econ.kuleuven.ac.be/licos/DP/DP2004/DP143.pdf>], december 2004.

VIRI

1. Arhiv tiskane izdaje. [URL: <http://www.finance-on.net/arhiv>], december 2004.
2. Corporate Governance- vladanje podjetjem. [URL: <http://www.finance-on.net/cg>], december 2004.
3. Kodeks poslovanja. [URL: <http://www.zdu-giz.si/kodeks.html>], december 2004.
4. Kodeks upravljanja javnih delniških družb. [URL: http://www.ljse.si/StrSlo/OBorzi/Menu/ob_cod.htm], december 2004.
5. Sprejeti zakoni. [URL:http://www.dz-rs.si/aktualno/spremljanje_zakonodaje/sprejeti_zakoni/sprejeti_zakoni.html], december 2004.
6. Stališča strokovnega sveta Agencije za trg vrednostnih papirjev v zvezi z ZPre. Podjetje in delo, Ljubljana, 1998, 1, str. 80.
7. Stališča strokovnega sveta Agencije za trg vrednostnih papirjev v zvezi z ZPre. Ljubljana : Podjetje in delo, 2000, 8, str. 1682
8. Zakonodaja. [URL: <http://www.publikum.si/slo/zakonodaja>], december 2004.
9. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/93, 29/94, 82/94, 20/98, 32/98, 37/98, 84/98, 6/99, 54/99, 36/2000)
10. Zakon o prevzemih (Uradni list RS, št.47/97, 56/99)
11. Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (Uradni list RS, št. 23/99)
12. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99)