

UNIVERZA NA PRIMORSKEM  
FAKULTETA ZA MANAGEMENT KOPER

UNIVERZA NA PRIMORSKEM  
FAKULTETA ZA MANAGEMENT KOPER

2008-05-20

REF. 513/2008

Diplomska naloga

PREVZEMI DRUŽB IN MEHANIZMI  
OBRAMBE

Tomislav Apollonio

Koper, 2008

Mentor: doc. dr. Drago Dubrovski



## POVZETEK

Prevzemi so zaradi globalizacije postali sestavni del poslovne prakse. Delimo jih na horizontalne, vertikalne, konglomeratske in kongenerične. Razloge za prevzem iščemo v sinergijskih učinkih, managerskih dejavnikih in podcenjenosti ciljne družbe. Zakonodajni okvir za izvedbo prevzemov najdemo v Direktivi Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES. V Sloveniji je direktiva implementirana v Zakon o prevzemih (ZPre-1). Glede na odnos uprave do prevzema prevzeme delimo na prijateljske in sovražne. Obrambni mehanizmi pred sovražnimi prevzemi so preventivni in kurativni. Ob prevzemih se je izoblikovalo izrazoslovje, ki opredeljuje različna ravnanja prevzemnika in ciljne družbe. Ob zgledu prevzema iz nemške farmacevtske panoge, ko je družba Bayer prevzela ciljno družbo Schering, spoznamo tehniko obrambe belega viteza pred sovražnim prevzemom konkurenčne družbe Merck.

*Ključne besede:* prevzem, združitev, pripojitev, sovražni prevzem, obramba pred prevzemom

## SUMMARY

Due to globalization takeovers became a part of business practice. There are four types of takeovers: horizontal, vertical and conglomerate and co generic. Reasons for takeover we can find in synergic effects, managerial factors and undervaluation of the target company. Legislation framework for takeover procedure is the Directive of European Union on takeover bids 2004/25/EC. In Slovenia the Directive is implemented in The Law of Takeovers ZPre-1. According of management declaration for or against the proposed takeover we divide the takeovers in friendly and hostile. The theory classifies preventive and curative takeover defence. In time in takeovers practice has been formed terminology that expresses different type of dealing both of undertaker and target company. On the case from German pharmaceutical industry of Bayer's takeover on Schering we show defence technique of white knight against Mercks hostile bid.

*Key words:* takeover, merger, acquisition, hostile takeover, defence against takeover

**UDK:** 334.758.2(043.2)



## VSEBINA

<b>1</b>	<b>Uvod .....</b>	<b>1</b>
1.1	Teoretična izhodišča .....	1
1.2	Namen in cilji dela .....	1
1.3	Metode dela .....	2
1.4	Predvidene predpostavke in omejitve dela .....	2
1.5	Struktura diplomskega dela .....	2
<b>2</b>	<b>Oblike in razlogi prevzemov družb .....</b>	<b>5</b>
2.1	Opredelitev pojmov .....	5
2.1.1	Prevzem .....	5
2.1.2	Pripojitev ali priključitev .....	6
2.1.3	Spojitev ali združitvev .....	6
2.1.4	Managerski odkup, kreditirani odkup in pridobivanje pooblastil za zastopanje .....	6
2.2	Oblike prevzemov .....	7
2.2.1	Horizontalni prevzemi .....	8
2.2.2	Vertikalni prevzemi .....	8
2.2.3	Konglomeratski prevzemi .....	8
2.2.4	Kongenerični prevzemi .....	8
2.3	Razlogi za prevzem .....	8
2.3.1	Sinergijski učinki .....	9
2.3.2	Managerski dejavniki .....	10
2.3.3	Podcenjenost podjetja tarče .....	10
2.4	Pregled prevzemov v Evropski uniji .....	10
2.5	Pregled prevzemov v Sloveniji .....	11
<b>3</b>	<b>Zakonodajni okvir prevzemov .....</b>	<b>23</b>
3.1	Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES o ponudbi za prevzem .....	23
3.1.1	Pregled nastajanja direktive .....	23
3.1.2	Pregled vsebine Direktive Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES (v nadaljevanju Direktiva) .....	24
3.1.3	Pregled obrambnih tehnik po Direktivi .....	26
3.2	Zakon o prevzemih (ZPre-1) .....	27
3.2.1	Omejitev delovanja ciljne družbe .....	28
3.2.2	Spregled mehanizmov obrambe .....	29
<b>4</b>	<b>Obrambni mehanizmi pri sovražnih prevzemih .....</b>	<b>31</b>
4.1	Opredelitev prijateljskih in sovražnih prevzemov .....	31
4.1.1	Prijateljski prevzem .....	31

4.1.2	Sovražni prevzem.....	31
4.2	Preventivni obrambni mehanizmi .....	31
4.2.1	Splošne preventivne aktivnosti .....	33
4.2.2	Priprava obrambnih mehanizmov .....	33
4.3	Kurativni obrambni mehanizmi .....	36
4.3.1	Prepričevanje delničarjev, da je cena prenizka .....	36
4.3.2	Beli principi, beli plemiči, dihurstvo .....	36
4.3.3	Vključevanje Urada za varstvo konkurence .....	37
4.3.4	Tožba proti sovražnemu prevzemniku .....	37
4.3.5	Protinapad in prevzem sovražnega prevzemnika.....	37
4.3.6	Ostale oblike kurativnih obrambnih mehanizmov .....	37
<b>5</b>	<b>Prevzemno izrazoslovje .....</b>	<b>39</b>
<b>6</b>	<b>Zgled Bayerjevega prevzema Scheringa.....</b>	<b>41</b>
6.1	Predstavitev vpletenih družb .....	41
6.2	Proces prevzema.....	41
<b>7</b>	<b>Sklep.....</b>	<b>45</b>
	<b>Literatura .....</b>	<b>47</b>
	<b>Viri .....</b>	<b>47</b>

## TABELE

Tabela 2.1	Prezemi po Zakonu o prevzemih v letih 1998–2000.....	14
Tabela 2.2	Prezemi po Zakonu o prevzemih v letu 2001 .....	15
Tabela 2.3	Prezemi po Zakonu o prevzemih v letu 2002 .....	16
Tabela 2.4	Prezemi po Zakonu o prevzemih v letu 2003 .....	17
Tabela 2.5	Prezemi po Zakonu o prevzemih v letu 2004 .....	18
Tabela 2.6	Prezemi po <i>Zakonu o prevzemih</i> v letu 2005.....	19
Tabela 2.7	Prezemi po <i>Zakonu o prevzemih</i> v letu 2006.....	21
Tabela 2.8	Prezemi po <i>Zakonu o prevzemih</i> v letu 2007*.....	22





## 1 UVOD

Poslovno okolje današnjih podjetij se nenehno spreminja. Glavni namen ustvarjanja sprememb v poslovnem okolju je spodbuditi intenzivnejšo rast podjetij in zmanjšati stroške poslovanja. Družbe so podvržene stalnim spremembam lastniške strukture. Management podjetij se srečuje z nenehnim izzivom, kako uspešno prevzemati in kako se uspešno braniti pred sovražnimi prevzemi. V diplomskem delu sem predstavil oblike prevzemov ter razloge zanje. Še posebej sem se osredotočil na sodobne in najpogosteje uporabljene preventivne in kurativne ukrepe pri obrambi pred sovražnimi prevzemi.

### 1.1 Teoretična izhodišča

Teoretična izhodišča sem črpal iz *Direktive Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES* o ponudbi za prevzem in *Zakona o prevzemih (ZPre-1)*. Uporabljal sem domačo in tujo literaturo ekonomsko-poslovnih ved, ki navaja različne obrambne mehanizme, ki so se razvili ob številnih primerih prevzemanja družb.

### 1.2 Namen in cilji dela

Namen diplomskega dela je bil celostno predstaviti postopek prevzema ciljne družbe in obrambne mehanizme v primeru sovražnega prevzema. Pri tem sem želel umestiti prevzeme v zakonodajni okvir Evropske unije in slovenskega *Zakona o prevzemih*. Ključni namen mojega dela je bil pojasniti možne obrambne aktivnosti pred neposredno grožnjo prevzema in tiste aktivnosti, ki jih lahko management sproži kot odgovor na konkreten poskus prevzema. Diplomsko delo sem zaključil z lanskim primerom prevzema iz nemške farmacevtske panoge, ko je Bayer prijateljsko prevzel Schering in pri tem odbil Merckov sovražni poskus prevzema istega podjetja.

Cilji diplomskega dela:

- prikazati osnovne sodobne značilnosti prevzemov kot vrste kapitalskih povezav, upoštevaje zakonodajne okvire Evropske unije,
- analizirati najpomembnejše obrambne mehanizme pred prevzemi v domači in tuji poslovni praksi,
- ovrednotiti vlogo managementa tako pri prevzemih kakor tudi pri obrambi pred njimi,
- prikazati primer prevzema,
- na osnovi teoretičnih izhodišč in praktičnega dela naloge oblikovati zaključna spoznanja s priporočili.

### 1.3 Metode dela

V diplomskem delu sem upošteval tako obstoječo slovensko zakonodajo s področja prevzemov kot tudi smernice Evropske unije. Izhajal sem iz poslovne prakse, ki zajema področje Slovenije, Evropske unije in Združenih držav Amerike. Poleg primerjalne metode sem uporabil še metodo posploševanja in specializacije, s katero sem obravnaval konkreten primer prevzema Scheringa ter primere podobnih prevzemov. Vrste prevzemov in metod obrambnih mehanizmov pred prevzemi sem razvrščal z metodo klasifikacije. Uporabljal sem še metodo analize in sinteze, metodo študija primera in empirično metodo, pri kateri sem posredoval lastne izkušnje, ki sem jih pridobil iz poslovne prakse in študija na Fakulteti za management.

Podatke sem črpal iz slovenske in tuje poslovne literature, kot tudi iz javno dostopnih baz podatkov slovenske Agencije za trg vrednostnih papirjev.

### 1.4 Predvidene predpostavke in omejitve dela

Moje diplomsko delo izhaja iz obstoječega položaja obravnavanega področja. Obravnaval sem samo en konkreten primer prevzema in obrambne mehanizme, ki so se ob njem sprožili, zato posplošitev dobljenih rezultatov oz. ugotovitev ni bila mogoča. Nekateri vidiki prevzemov in obrambnih tehnik (npr. finančni, tehnološki, kadrovski ...) so v mojem diplomskem delu samo omenjeni in niso predmet poglobljene analize.

### 1.5 Struktura diplomskega dela

Diplomsko delo je razdeljeno na sedem poglavij. Uvodu sledi drugo poglavje, v katerem sem najprej opredelil osnovne pojme prevzemov. V istem poglavju sem predstavil še oblike prevzemov in razloge zanje. Poglavje sem zaključil s pregledom prevzemov v Evropski uniji in Sloveniji.

V tretjem poglavju sem povzel zakonodajni okvir prevzemov. V prvem delu poglavja *Direktive Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES* sem opisal potek nastajanja direktive, pregled njene vsebine in pregled obrambnih tehnik, ki jih direktiva dopušča. V drugem delu poglavja sem povzel *Zakon o prevzemih (Zpre-1)*, še posebej tisti del, ki obravnava mehanizme obrambe.

V četrtem poglavju sem najprej opredelil pojem prijateljskih in sovražnih prevzemov, zatem sem podrobneje predstavil naprej preventivne, nato pa še kurativne obrambne mehanizme pred sovražnim prevzemom.

V petem poglavju sem predstavil prevzemno izrazoslovje, ki se je izoblikovalo v praksi tujih držav in odseva stopnjo sodelovanja uprave ciljne družbe s prevzemno družbo.

V šestem poglavju sem opisal zgled prevzema nemške farmacevtske družbe Schering, ki ga je izpeljala družba Bayer iz iste panoge. Na tem zgledu sem predstavil

kurativno obrambno tehniko pred sovražnim prevzemom konkurenčne farmacevtske družbe Merck, imenovano »obramba belega viteza«.

Ugotovitve, ki izhajajo iz diplomskega dela, sem predstavil v sklepnem poglavju.



## 2 OBLIKE IN RAZLOGI PREVZEMOV DRUŽB

### 2.1 Opredelitev pojmov

Kocbek (1997, 9) definira prevzem kot pridobitev deleža delniške družbe, ki prevzemniku zagotavlja zadosten delež glasovalnih pravic, da lahko vpliva na poslovanje družbe in sprejem odločitev na skupščini delničarjev.

Bešter (1996, 25–26) prevzem pojasni še podrobneje, in sicer kot način hitre rasti podjetja, kot možnost za pridobivanje tržne moči, kot možno obliko uporabe presežka denarnih tokov in kot mehanizem prerazporejanja proizvodnih dejavnikov s ciljem doseganja višje učinkovitosti.

V angloameriški literaturi zasledimo pri obravnavi prevzemov podjetij predvsem naslednje tri izraze: »takeovers«, »mergers« in »acquisitions«. Velja omeniti, da se avtorji ne držijo dosledne uporabe posameznih izrazov.

Ross, Westerfield, Jaffe (1993, 828) kot najbolj splošen izraz uporabljajo »takeover«, s katerim zaznamujejo prenos nadzora nad podjetjem z ene skupine delničarjev na drugo. Bešter (1996, 26–27) jemlje izraz »takeover« kot nadpomenko za izraza »mergers« in »acquisition«.

Termin »mergers« običajno prevedemo z izrazom »združitev« in pri tem sledimo 580. členu *Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1)*, ki pravi, da se več delniških družb lahko združi s pripojitvijo ali spojitvijo.

Gaughan (2002, 7) z besedo »merge« poimenuje povezovanje dveh podjetij, pri katerem obstane le eno podjetje, drugo pa preneha obstajati<sup>1</sup>. Gaughan tudi razlikuje med izrazoma »merger« in »consolidation«, pri katerem gre za poslovno povezovanje, ko se dve ali več podjetij združi in nastane novo podjetje<sup>2</sup>.

Lahovnik (2000, 2) ločuje med »merge« (združitev) in »acquisition« (priključitev). Priključitev pojasnjuje kot pridobitev kontrolnega deleža enega podjetja v drugem podjetju tarči z namenom pridobitve odločilnega upravljalškega vpliva v podjetju tarči.

V diplomskem delu bom uporabljal izraz »prevzem« za vse nakupe delnic posameznih družb, kadar prevzemnik pridobi ali želi pridobiti delež delnic ciljne družbe, ki zagotavlja več kot 25 odstotkov glasovalnih pravic. Isti prevzemni prag je zapisan tudi v *Zakonu o prevzemih (ZPre-1)*.

#### 2.1.1 Prevzem

Po Bertonclu (2005, 13) je prevzem definiran kot pridobitev določenega deleža lastninskih pravic v prevzetem podjetju, ki pridobitelju (prevzemnemu podjetju) daje zadosten delež glasovalnih pravic (kontrolni delež), da lahko z uresničevanjem

---

<sup>1</sup> Po *Zakonu o gospodarskih družbah (ZGD-1)* bi temu rekli pripojitev.

<sup>2</sup> V slovenski terminologiji bi to poimenovali spojitev.

upravljaljskih upravičenj iz kontrolnega deleža vpliva na poslovanje prevzetega podjetja.

Prevzeme lahko razdelimo na tiste, ki jih izvedemo z odkupom premoženja, in na tiste, ki jih izvedemo z odkupom delnic.

Pri prevzemu z odkupom premoženja prevzemnik opravi transakcijo s sredstvi – nadzor nad ciljno družbo pridobi z vključitvijo dela ali celotnega premoženja ciljne družbe kot sredstev v svojo družbo. Ciljna družba ali njen del se lahko pojavi kot vložek v samostojni gospodarski subjekt, v katerem je vlagatelj in družbenik prevzemnik. Pri tej obliki prevzema prevzemnik ni zavezan prevzeti vseh sredstev in vseh obveznosti.

V primeru prevzema z odkupom delnic postane prevzemna družba delničar ciljne družbe. Pri takšnem prevzemu gre za nakup zadostnega števila delnic z glasovalno pravico družbe. Ključni del postopka je neposredna ponudba za odkup, ki jo prevzemno podjetje naslovi na delničarje ciljnega podjetja. Prevzem se lahko opravi na primarnem ali sekundarnem trgu. Prek primarnega trga se prevzem izvede, če so izdane nove delnice ali če pride do povečanja osnovnega kapitala in obstoječi delničarji ne izkoristijo svoje prednostne pravice nakupa novih delnic. S tem si prevzemnik zagotovi kontrolni delež v ciljni družbi. Prek sekundarnega trga se prevzem izvede tako, da prevzemnik odkupuje delnice od obstoječih delničarjev na borznem trgu ali izven njega.

### ***2.1.2 Pripojitev ali priključitev***

Bertoncel (2005, 14) opiše pripojitev kot prenos ene ali več družb (prevzeta družba) v zamenjavo za zagotovitev delnic oziroma poslovnih deležev prevzemne družbe. Pri pripojitvi prevzemna družba pridobi nadzor nad prevzeto družbo. Prevzeta družba tako preneha obstajati, medtem ko prevzemna obstaja naprej. Kontrolni delničar prevzemne družbe postane tudi kontrolni delničar prevzete.

### ***2.1.3 Spojitev ali združitev***

Pri spojitvi se ustanovi nova kapitalska družba, na katero preide premoženje družb, ki se spajajo, v zamenjavo za zagotovitev delnic oziroma poslovnih deležev nove kapitalske družbe (Bertoncel 2005, 14). V tem primeru obe družbi prenehata obstajati in nastane nova, ki prevzame nase vse obveznosti in premoženje družb, ki sta prenehali obstajati. Novonastalo družbo kontrolira večinski delničar.

### ***2.1.4 Managerski odkup, kreditirani odkup in pridobivanje pooblastil za zastopanje***

Pri managerskem odkupu gre po navedbah Dubrovskega (2004, 224) »v osnovi za koncentracijo managementskih in upravljaljskih (kapitalskih) interesov v istem krogu ljudi«. Management ima glede na dostop do notranjih informacij o družbi bistveno prednost pred »zunanjiimi« prevzemniki. Takšen nakup označimo s kratico MBO (angl.

*management buy out*). V primeru MBO se ponavadi odprta delniška družba preoblikuje v zaprto, odkup delnic pa je financiran z zadolžitvijo.

Kreditni odkup ali odkup družbe z zadolžitvijo imenujemo s kratico LBO (angl. *leveraged buy out*). Bistvo takšnega odkupa je financiranje odkupa z dolgom. Dolg se zavaruje s premoženjem ciljne družbe in se odplačuje iz prihodkov te družbe. Takšen način prevzema lahko uporabljajo različne skupine, predvsem partnerji družbe, posamezniki in investicijske družbe. Če takšen odkup družbe z najemom kredita izvede management, potem govorimo o managerskem odkupu. Do te oblike prevzema pride najpogosteje pri družbah, ki se znajdejo v težavah in jih zato lastniki nameravajo prodati ali zapreti. V Sloveniji je managerski odkup v večini primerov povezan z odkupom državnih deležev od paradržavnih skladov Kapitalske družbe in Slovenske odškodninske družbe.

Po Dubrovskem (2004, 225) poznamo naslednje oblike izvedb managerskih odkupov:

- klasični managerski odkup: skupina managerjev ustanovi prevzemno družbo, ki prevzame sredstva in delnice ciljne družbe, zatem pa sledi pripojitev prevzemne družbe k ciljni družbi;
- davčno ugodna oblika klasičnega managerskega odkupa: odkup prek nove, posredniške družbe, ki je v lastništvu partnerjev MBO; posredniška družba opravlja storitev upravljanja in vodenja ciljne družbe na podlagi pogodbe o vodenju;
- managerski odkup poslov in
- managementsko-delavski odkup prek družbe pooblaščenke.

Pri pridobivanju pooblastil za zastopanje (angl. *proxy fight*) gre po Gaughanu (2002, 265) za »poskus enega ali več delničarjev, da bi prevzeli kontrolo ali dosegli druge spremembe v podjetju z uporabo pooblastil pri glasovanju na skupščini delničarjev. Tekmovanje za pridobivanje pooblastil za zastopanje je proces, s katerim se pridobiva glasove delničarjev s pomočjo različnih sredstev, ki vključujejo elektronsko pošto, oglase v časopisih in nagovarjanje po telefonu. Ko gre za *proxy fight*, ponudnik lahko uporabi svojo glasovalno pravico in zbrano oziroma pridobljeno podporo drugih delničarjev, da odstavi vršilce dolžnosti in/ali upravo v podjetju.«

## 2.2 Oblike prevzemov

Po Bertoneu (2005, 16–17) lahko prevzeme razdelimo v štiri kategorije:

- horizontalni ali vodoravni prevzemi,
- vertikalni ali navpični prevzemi,
- konglomeratski ali mešani prevzemi in

- kongenerični ali sorodni prevzemi.

### **2.2.1 Horizontalni prevzemi**

Pri horizontalnem kapitalskem povezovanju nastopajo družbe iz iste ali sorodne panoge, pogosto med njimi zasledimo neposredne konkurente. Ključni motiv povezovanja je doseganje ekonomije obsega bodisi na področju proizvodnje bodisi na področju distribucije. Pri takšnem povezovanju lahko pride do nastanka velikih proizvajalcev ali celo monopolistov, ki obvladujejo širše okolje. Namen takšnih povezovanj je izločitev presežnih zmogljivosti v visoko konkurenčnih liberaliziranih okoljih in zmanjšanje stroškov na enoto proizvoda.

### **2.2.2 Vertikalni prevzemi**

Pri vertikalnem povezovanju nastopajo podjetja iz istih ali sorodnih panog, ki so v različnih fazah produkcijske verige. Glavni motiv povezovanja je večanje učinkovitosti vrednostne verige. Lahko pride bodisi do prevzema kupca z namenom kontrole distribucijskih kanalov (»navpična naprej integracija«) ali do prevzema dobavitelja z namenom obvladovanja vhodnih kanalov (»navpična nazaj integracija«). Pogosto je namen takšnih prevzemov pridobitev prevladujočega položaja v prodaji na drobno.

### **2.2.3 Konglomeratski prevzemi**

Pri konglomeratskih ali mešanih prevzemih nastopajo podjetja iz nepovezanih poslovnih segmentov. Podjetja so lahko tako tržno kot geografsko povsem različna. Motiv takšnih prevzemov je zmanjševanje poslovnih tveganj in širitev v dobičkonosnejše panoge. Takšni konglomerati delujejo kot notranji trg kapitala, na katerem lahko zaradi učinkovitega pretoka informacij dobro izkoristijo notranje vire.

### **2.2.4 Kongenerični prevzemi**

Pri kongeneričnih ali sorodnih prevzemih nastopajo podjetja, ki delujejo v segmentu iste ciljne skupine strank. Namen takšnega povezovanja je povečanje dodane vrednosti na proizvodno enoto ali storitve v lastni jedrni panogi. Z njimi ustvarjamo poslovne vezi med enakimi ali sorodnimi procesi in s tem povečujemo število poslovnih relacij na trgu. Pri tem nadgrajujemo obstoječe storitve z novo sorodno storitvijo, pri čemer izkoristimo obstoječo infrastrukturo.

## **2.3 Razlogi za prevzem**

Weston, Siu in Johnson (2001, 563) so opredelili pet dejavnikov, ki povečujejo verjetnost, da bo družba postala prevzemna tarča:

- nizka cena delnice v primerjavi z nadomestitvenimi stroški premoženja,



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

Bertoncel (2005, 20–25) omenja dva podjetniška razloga za prevzem: strateškega in finančnega. Pri strateškem razlogu za prevzem se uresničuje zastavljena strategija prevzemne družbe, medtem ko gre pri finančnem razlogu za prevzem za večanje vrednosti družbe in ustvarjanje pozitivnih finančnih učinkov. Motive za prevzem lahko razdelimo v tri glavne skupine:

- sinergijski učinki,
- managerski dejavniki in
- podcenjenost podjetja tarče.

Obstajajo tudi drugi motivi za prevzem, na primer izkoriščanje davčnega ščita, če je ciljno podjetje v preteklosti poslovalo z izgubo, v prihodnje pa pričakujemo pozitivno poslovanje. Možen razlog za prevzem so tudi presežki finančnih sredstev v ciljnim podjetju. V slovenskem prostoru se prevzemi dogajajo iz naslednjih razlogov: kakovosten človeški kapital, tržni deleži družb v Sloveniji in tujini (še posebej v jugovzhodni Evropi), pospešitev vstopa tujega konkurenta na slovenski trg, pričakovana poslovna in finančna sinergija.

Cilj prevzema mora biti doseganje skupnih konkurenčnih prednosti, zmanjševanje tveganj poslovanja, doseganje skupnih ciljev in sinergijskih učinkov.

### ***2.3.1 Sinergijski učinki***

Pri sinergijskih učinkih izhajamo iz predpostavke, da s prerazporeditvijo poslovnih virov in realizacijo pozitivnih operativnih in finančnih učinkov izboljšujemo učinkovitost poslovnega sistema. Vrednost nove družbe po združitvi je večja od vrednosti posameznih družb pred združitvijo. Skupaj ustvarjata tudi večji pozitivni denarni tok, kot bi ga ustvarili posamezni družbi.

Sinergije v poslovanju so ekonomije obsega, novi trgi, nove tehnologije, produktna diverzifikacija, omejevanje konkurence, zmanjševanje tveganja, davčni učinki, specializacija in delitev dela ter boljša izkoriščenost človeških potencialov. Med finančne sinergije pa uvrščamo dokapitalizacijo, boljše pogoje zadolževanja, manjše tveganje stečaja ...

Prevzemnik je zaradi pričakovanja učinka »1 + 1 je več kot 2« pripravljen plačati prevzemno premijo glede na trenutno tržno ceno. Če previsoko ocenjene sinergije

povzročijo nerealna pričakovanja, to lahko vodi v precenjenost ciljnega podjetja, kar imenujemo »sinergijska past«.

### **2.3.2 Managerski dejavniki**

Motiv za prevzem je lahko sposobna managerska ekipa, torej človeški kapital družbe, še posebej vršni in srednji managerji, ki vodijo družbo k poslovnemu uspehu. Velja omeniti, da je glavni motiv lastnikov večanje vrednosti družbe, medtem ko je motiv managerjev pogosto večanje premoženja družbe. Ker se motiva ne pokrivata povsem, govorimo o problemu zastopanja, ki nastane ob trčenju interesov lastnikov (principalov) in managerjev (zastopnikov). Lahko rečemo, da je pridobitev uspešne managerske ekipe lahko zadosten razlog za prevzem ciljne družbe.

Seveda pa je možno tudi obratno. Prevzeta družba bo po zamenjavi managementa in izboljšanju upravljanja delovala učinkovitejšo in uspešneje.

Treba je opozoriti, da management v večini primerov sproži proces povezovanja, zato v luči managementa ciljne družbe in njegovega odnosa do načrtovane povezave ločimo prijateljske in sovražne prevzeme.

### **2.3.3 Podcenjenost podjetja tarče**

Ciljna družba je lahko v določenem časovnem obdobju zaradi različnih razlogov podcenjena, tako da je njena tržna cena nižja od notranje vrednosti. Razlog podcenjenosti lahko iščemo v notranjih informacijah (insiderstvo), v asimetrični obveščeni investitorjev, v špekulativnih prodajah ...

## **2.4 Pregled prevzemov v Evropski uniji**

Prevzemi in združitve v zadnjih letih še vedno predstavljajo pomemben način za vstop družb na nove trge. Prevzemi tako prispevajo k integraciji svetovnih trgov, hkrati pa povzročajo skrb zaposlenih, posameznih družb in snovalcev gospodarske politike v Evropski uniji.

Zaposleni sprejemajo prevzeme domačih družb s strani tujcev z veliko mero negotovosti, saj jih je strah, da bo sprememba lastništva vodila v zaprtje proizvodnje in raziskovalnih oddelkov oziroma v selitev le-teh v tujino, na sedež prevzemnika ali v njegove podružnice. Zaposleni v Evropski uniji se še posebej bojijo selitev delovno intenzivne proizvodnje v države v razvoju oziroma zunaj Evropske unije. Po drugi strani pa so družbe zaradi vse večje cenovne konkurence prisiljene preseliti del proizvodnje v države, kjer je cena proizvodnje nižja in kjer povpraševanje po izdelkih narašča. S selitvijo proizvodnje se v dežele v razvoju seli tudi znanje. Iz teh dežel pa zatem družbe z novim znanjem na posameznih področjih neposredno konkurirajo podjetjem iz Evropske unije.

Ekonomska politika Evropske unije mora družbam iz Evrope omogočiti, da ostajajo konkurenčne, tudi ko jih družbe iz drugih držav dohitevajo. To še posebej velja za proizvodni sektor. Evropska unija mora ostati privlačna za investicije, okolje pa naj ne bi bilo sovražno do prevzemov domačih družb s strani tujcev, saj se mora zavedati tudi koristi, ki jih takšen razvoj prinaša.

Šarc Majdičeva (2007, 19–20) navaja podatek, da se je v vlogi prevzemnih tarč v letu 2005 v Evropski uniji znašlo 9.205 družb, v vlogi prevzemnika pa 8.751 družb. Za kakšnih 61 odstotkov prevzemov, ki so se zgodili leta 2005 v Evropski uniji, lahko ugotovimo, da prevzemnik in tarča prevzema prihajata iz iste države, v 18 odstotkih je ponudnik prihajal iz druge države članice Evropske unije, medtem ko je 15 odstotkov primerov takih, kjer je ponudnik prihajal iz države, ki ni članica Evropske unije, medtem ko za šest odstotkov prevzemov izvor prevzemnika ni znan.

Zanimiva je tudi primerjava med EU15<sup>3</sup> in novimi državami članicami, kjer je bil delež prevzemov, pri katerih so ponudniki prihajali iz drugih držav, znatno višji. Več kot 40 odstotkov družb, ki so bile v letu 2005 v novih državah članicah Evropske unije prevzete, je bilo prevzetih s strani družb, ki so prihajale iz drugih držav članic Evropske unije. Iz tega lahko sklepamo, da nove države članice Evropske unije predstavljajo za starejše članice dobre investicijske priložnosti, kar povečuje ekonomsko integracijo med starimi in novimi članicami Evropske unije.

V Evropski uniji lahko opazimo zmanjšanje združitvenih in prevzemnih aktivnosti pri proizvodnih sektorjih tudi na področju tehnološko naprednih proizvodov. Na drugi strani pa so te aktivnosti močno povečane v istih proizvodnih sektorjih v Aziji, predvsem na Kitajskem. Videti je, da so trenutno proizvodne panoge v Evropski uniji manj zanimive za investiranje. Prvi razlog za to lahko iščemo v nezadostnih zmogljivostih za inovacije na tem področju, kot drugo pa lahko takšen trend nakazuje zmanjšanje konkurenčnosti evropskih podjetij. Podjetja iz Evropske unije se morajo zato osredotočiti na področja oziroma proizvode, kjer lahko dosežejo visoko dodano vrednost in ohranjajo konkurenčnost v primerjavi s podjetji iz drugih delov sveta, predvsem z vzhoda (povzeto po *European Commission* 2006, 1–16 in Šarc Majdič 2007, 20).

## 2.5 Pregled prevzemov v Sloveniji

Slovenski kapitalski trg ima kratko zgodovino, njegova glavna slabost pa sta majhno število tržnih udeležencev in nizka likvidnost vrednostnih papirjev, ki kotirajo

---

<sup>3</sup> EU-15 predstavljajo naslednje države članice: Avstrija, Belgija, Danska, Finska, Francija, Grčija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska, Španija, Švedska in Velika Britanija.

na tem trgu, ugotavlja Šarc Majdičeva (2007, 44). Kot ugotavlja Bešter (1999, 1), pa so prevzemi družb z zaključkom lastninjenja postali del poslovnega življenja tudi pri nas.

Slovenski razvoj trga kapitala je po osamosvojitvi zaznamovala predvsem privatizacija, trg kapitala pa je začel pridobivati pomembnejšo vlogo v letu 1996; v tem letu se je namreč na Ljubljanski borzi začelo trgovati s prvimi olastninjenimi družbami. Olastninjene družbe igrajo v celotnem borznem dogajanju pomembno vlogo. Slovensko lastninjenje je bila kombinacija razdelilnih in nakupnih metod. V razdelilnem delu so lahko sodelovali vsi državljani Republike Slovenije, pri odkupnem delu pa so sodelovali samo zaposleni in nekdanji zaposleni. Približno 90 odstotkov družb je imelo po zaključenem lastninjenju tipično lastniško strukturo, kjer je lastništvo notranjih lastnikov predstavljalo približno 60 odstotkov, zunanji lastniki pa so imeli v lasti 40 odstotkov. Le okoli deset odstotkov družb je imelo lastniško strukturo s prevladujočim zunanjim lastništvom. Pomembno vlogo v procesu lastninjenja je odigrala država s svojima paradržavnima skladoma – Kapitalsko družbo in Slovensko odškodninsko družbo (Veselinovič 2004, 84).

Kot ugotavlja Veselinovič (2004, 85), je drugi del lastninjenja pomenil koncentracijo lastništva znotraj Slovenije, kjer glavno vlogo igrajo vodstvene strukture podjetij in skladov ali kombinacija obojih. Tretji krog koncentracije lastništva pa pomenijo aktivnosti v obliki združitvev in prevzemov. V te aktivnosti so vključeni tako domači kot tuji investitorji in lastniki s strateškimi interesi.

Prevzemi so v Sloveniji postajali vse pomembnejši ob koncu prejšnjega tisočletja. Z njimi je prišlo do hitrejšega lastninskega in programskega prestrukturiranja podjetij. Pri tem kaže omeniti motive za prevzeme v Sloveniji, ki jih je povzel Lahovnik (2000, 138–139). Med najpomembnejšimi motivi za prevzem pri nas navaja:

- prenos poslovne prakse,
- strateško prilagajanje spremembam v poslovnem okolju,
- povezovanje aktivnosti,
- maksimiranje dobička in
- dopolnjevanje virov.

Prenos poslovne prakse skupaj s povezovanjem aktivnosti in dopolnjevanjem virov omogoča večjo učinkovitost povezanih podjetij. Pri tem Lahovnik opozarja, da se je neučinkovitost managementa ciljnih podjetij izkazala kot nepomemben motiv. Prevzemi so lahko ključen način strateškega prilagajanja spremembam v poslovnem okolju, zato ne preseneča, da je prav ta motiv v Sloveniji med najpomembnejšimi. Pritiski globalizacije so namreč vplivali tudi na slovenska podjetja, da so začela povezovati svoje poslovne aktivnosti na globalni ravni in s tem pridobivati konkurenčno prednost. Hitra rast se je v Sloveniji izkazala kot šesti najpomembnejši motiv, kar kaže na to, da

tudi slovenski managerji v prevzemih vidijo možnosti najhitrejše rasti podjetja (Lahovnik 2000, 142).

Kot pa ugotavlja Bešter (1999, 99), so motivi, zaradi katerih naj bi se slovenska podjetja lotevala prevzemov, predvsem:

- povečanje tržnega deleža,
- povečanje sinergije in ekonomije obsega,
- hiter vstop na nove trge in
- produktna diverzifikacija.

Pri tem velja opozoriti, da Bešter ugotovitve predstavlja na podlagi izvedene ankete, pri čemer predstavljeni motivi izhajajo iz odgovorov, pri katerih so se anketirana podjetja postavila v vlogo prevzemnika.

V tabeli 2.1 so prikazani prevzemi po zakonu o prevzemih v letih 1998–2000. V tem obdobju je bilo izvedenih 20 prevzemov, od tega so bili prvi trije neuspešni. Za to obdobje je bilo značilno pospešeno povezovanje med trgovci, ki ga je kot prevzemnik vodil Poslovni sistem Mercator.

**Tabela 2.1** Prevzemi po Zakonu o prevzemih v letih 1998–2000

Prevzemnik	Ciljna družba	Datum izdaje dovoljenja	Uspešnost, datum izdaje odločbe
Comet	Tub Swaty	9. 7. 1998	neuspešna, 19. 8. 1998
PS Mercator	Emona Merkur	28. 12. 1998	neuspešna, 1. 2. 1999
Živila Kranj	Loka	22. 1. 1999	neuspešna, 19. 4. 1999
PS Mercator	Loka	11. 2. 1999	uspešna, 29. 4. 1999
PS Mercator	Goriška	10. 2. 1999	uspešna, 22. 3. 1999
Primaplin	Butan plin	26. 5. 1999	uspešna, 1. 7. 1999
Loka	Špecerija	12. 7. 1999	uspešna, 13. 8. 1999
Goriška	Grosist	16. 8. 1999	uspešna, 30. 9. 1999
Merkur	Kovinotehna	20. 8. 1999	uspešna, 21. 10. 1999
Coma Commerce	Totra Plastika	23. 11. 1999	uspešna, 24. 12. 1999
Živila Kranj	Veletrgovina Potrošnik	7. 12. 1999	uspešna, 27. 1. 2000
PS Mercator	Emona Merkur	16. 2. 2000	uspešna, 7. 4. 2000
Emona Merkur	TP Rožca	25. 4. 2000	uspešna, 7.6.2000
Intereuropa	STC Celje	19. 4. 2000	uspešna, 13. 6. 2000
Perspektiva, AFP	Lisca	20. 7. 2000	uspešna, 5. 9. 2000
Uvoz–Izvoz			
Rexel Sa, Francija	Elektronabava	24. 7. 2000	uspešna, 25. 9. 2000
Sava	Color	20. 9. 2000	uspešna, 2. 11. 2000
Pivovarna Laško	Radenska	14. 9. 2000	uspešna, 13. 11. 2000
Luka Koper, Istrabenz, Intereuropa	Banka Koper	27. 10. 2000	uspešna, 4. 12. 2000
Era	Dravinjski dom	9. 11. 2000	uspešna, 15. 12. 2000

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev.

V tabeli 2.2 so prikazani prevzemi po *Zakonu o prevzemih* v letu 2001. V tem letu je bilo 13 uspešnih prevzemov. Najbolj odmeven je bil prevzem SKB banke, ki ga je izvedla francoska banka Societe Generale. Pojavili so se tudi prvi prevzemi v smeri konsolidacije skupin Aktiva in Kompas skladov, dveh stebrov pidovske industrije.

**Tabela 2.2** Prevzemi po Zakonu o prevzemih v letu 2001

Prevzemnik	Ciljna družba	Datum izdaje dovoljenja	Uspešnost, datum izdaje odločbe
Pivovarna Union	Fructal	29. 11. 2000	uspešna, 6. 2. 2001
G-M&M	Radeče papir	22. 2. 2001	uspešna, 5. 4. 2001
Societe-Generale, Francija	SKB banka	20. 2. 2001	uspešna, 26. 4. 2001
PID Setev, PID Trgatev, PID Plod	Unitas	26. 2. 2001	uspešna, 2. 4. 2001
Arkada ena	IMP črpalke	21. 3. 2001,	-
Arkada dva			zahteva zavrnjena
Skupina Kmečka družba	Kmečka družba	5. 4. 2001	uspešna, 23. 5. 2001
Žito	Kruh pecivo	8. 6. 2001	uspešna, 16. 7. 2001
Intes			
KUW Mbh, Nemčija	Iskra Kondenzatorji	18. 7. 2001	uspešna, 6. 9. 2001
Primorje	Rudis	22. 8. 2001	uspešna, 28. 9. 2001
Agrar	Kmetijsko gos. Rakičan	10. 9. 2001	uspešna, 25. 10. 2001
Aktiva Group	Avant holding	19. 10. 2001	uspešna, 12. 12. 2001
Aktiva Invest	Certius holding	6. 11. 2001	uspešna, 13. 12. 2001
Megafin	KS1 – naložbe	16. 11. 2001	uspešna, 18. 12. 2001

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev.

V tabeli 2.3 so prikazani prevzemi po *Zakonu o prevzemih* v letu 2002. V tem letu je bilo 21 uspešnih prevzemov. Najbolj odmeven je bil prevzem Pivovarne Union, za katerega sta se potegovala belgijski Interbrew in domača Pivovarna Laško. Isto leto je švicarski Novartis prevzel Lek.

**Tabela 2.3** Prevzemi po Zakonu o prevzemih v letu 2002

Prevzemnik	Ciljna družba	Datum izdaje dovoljenja	Uspešnost, datum izdaje odločbe
Interbrew, Central European Holding B. V., Belgija	Pivovarna Union	26. 11. 2001	uspešna, 24. 1. 2002
San Paolo IMI, Italija	Banka Koper	27. 11. 2001	uspešna, 27. 2. 2002
Hoteli Morje	Hoteli Palace	19. 12. 2001	uspešna, 25. 1. 2002
Belišće, Hrvaška	Valkarton	6. 2. 2002	uspešna, 4. 4. 2002
Raiffeisen Int. Beteiligungs Ag, Avstrija	Krekova banka	13. 2. 2002	uspešna, 15. 4. 2002
Lafarge Perlmooser, Fale Gorazd	Cementarna Trbovlje	26. 2. 2002	uspešna, 8. 4. 2002
Certius holding, Certinvest	TUŠ Ko-Si	21. 3. 2002	uspešna, 25. 4. 2002
Avant holding	Aktiva Avant	21. 3. 2002	uspešna, 25. 4. 2002
Terme Čatež	Marina Portorož	26. 4. 2002	uspešna, 7. 6. 2002
Ilirles	Gozdno gos. Postojna	30. 5. 2002	uspešna, 5. 7. 2002
Arkada ena PID	IMP črpalke	28. 6. 2002	uspešna, 2. 8. 2002
Kd Group	KD holding	18. 7. 2002	uspešna, 4. 9. 2002
Interbrew, Central European Holding B. V., Belgija	Pivovarna Union	22. 7. 2002	uspešna, 30. 8. 2002
Pivovarna Laško	Pivovarna Union	24. 7. 2002	uspešna, 30. 8. 2002
Cap-Trade in fizične osebe	Capita	30. 8. 2002,	zahteva zavrnjena
Cap-Trade In Fizične Osebe	Capita	5. 9. 2002	uspešna, 14. 10. 2002
Securidev S. A., Francija	Titan	12. 9. 2002	uspešna, 8. 11. 2002
Servipharm Ag. v Lasti Novartisa, Švica	Lek	27. 9. 2002	uspešna, 21. 11. 2002
BPD Fida	Mercata 1 holding	14. 10. 2002	uspešna, 19. 11. 2002
AC Kapital	Grand hotel Union	15. 10. 2002	uspešna, 19. 11. 2002
Pulsar holding	Krona holding	4. 11. 2002	uspešna, 10. 12. 2002

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev.



V tabeli 2.4 so prikazani prevzemi po *Zakonu o prevzemih* v letu 2003. V tem letu je bilo osem uspešnih prevzemov. Poslovni sitem Mercator je prevzel še zadnjega večjega lokalnega trgovca, Živila Kranj. Nadaljevala se je tudi konsolidacija skupine Aktiva.

**Tabela 2.4** Prevzemi po Zakonu o prevzemih v letu 2003

Prevzemnik	Ciljna družba	Datum izdaje dovoljenja	Uspešnost, datum izdaje odločbe
Plasta	Dana Mirna	6. 11. 2002	uspešna, 13. 1. 2003
Prifo	Modra linija holding	10. 4. 2003	uspešna, 19. 5. 2003
Atena PID	Intertrade ITS	28. 4. 2003	uspešna, 4. 6. 2003
Aktiva Invest	Pinus TKI Rače	14. 5. 2003	uspešna, 19. 6. 2003
Aktiva holdings B. V., Nizozemska	Aktiva Invest	23. 6. 2003	uspešna, 18. 8. 2003
Aktiva Invest	Aktiva Avant	16. 10. 2003	uspešna, 27. 11. 2003
PS Mercator	Živila Kranj	16. 10. 2003	uspešna, 20. 11. 2003
Intertrade ITS	Certius Invest	23. 10. 2003	uspešna, 5. 12. 2003

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev.

V tabeli 2.5 so prikazani prevzemi po *Zakonu o prevzemih* v letu 2004. V tem letu je bilo 26 uspešnih prevzemov. Helios je prevzel Color in s tem naredil korak v smeri združevanja kemijske industrije. Zavarovalnica Triglav je prevzela svoj finančni holding, ki je nastal iz pooblaščne investicijske družbe. V gradbeni panogi je managersko podjetje Delfi prevzelo SCT, medtem ko je Primorje prevzelo Gradis.

**Tabela 2.5** Prevzemi po Zakonu o prevzemih v letu 2004

Prevzemnik	Ciljna družba	Datum izdaje dovoljenja	Uspešnost, datum izdaje odločbe
Sava	Naravni Park Terme 3000	24. 12. 2003	uspešna, 2. 3. 2004
Banka Koper Intereuropa Kad Kovinoplastika Lož Triglav, finančna družba	Cimos	15. 1. 2004	uspešna, 19. 2. 2004
Megafin	KS2 naložbe	22. 1. 2004	zahteva zavrnjena
Megafin	KS4 naložbe	22. 1. 2004	zahteva zavrnjena
Škalič Marija, Škalič Stanislav	Murales	27. 1. 2004	uspešna, 5. 3. 2004
Megafin	KS2 naložbe	27. 1. 2004	uspešna, 3. 3. 2004
Megafin	KS4 naložbe	27. 1. 2004	uspešna, 3. 3. 2004
Fakt, poslovne storitve	Gradbeno podjetje Grosuplje	23. 2. 2004	uspešna, 29. 3. 2004
Megafin	C2 Naložbe	26. 3. 2004	uspešna, 3. 5. 2004
Muntalto, B. V., Nizozemska Delfi	Liv Postojna SCT	29. 3. 2004 19. 4. 2004	uspešna, 4. 5. 2004 uspešna, 24. 5. 2004
Cap-Invest	NK naložbe	3. 5. 2004	uspešna, 11. 6. 2004
Unior	RTC Krvavec	29. 4. 2004	uspešna, 3. 6. 2004
STP leasing	Vele	24. 5. 2004	uspešna, 29. 6. 2004
Aktiva Invest	Aktiva naložbe	28. 6. 2004	uspešna, 17. 8. 2004
Helios	Color	1. 7. 2004	uspešna, 9. 8. 2004
Primorje	Gradis	9. 7. 2004	uspešna, 16. 8. 2004
Bombažna predilnica in tkalnica Tržič	Svilanit	21. 7. 2004	uspešna, 24. 8. 2004
Adria Capital Koper	Mercata	12. 8. 2004	zahteva zavrnjena
Iskra	Iskra Kondenzatorji	16. 8. 2004	uspešna, 23. 9. 2004
Fond Invest	M1, finančna družba	25. 8. 2004	uspešna, 29. 9. 2004
Poslovni Sistem Mercator	Emona Maximarket	21. 9. 2004	uspešna, 8. 11. 2004
Perspektiva FT	Vizija holding Ena	8. 10. 2004	uspešna, 16. 11. 2004
Perspektiva FT	Vizija holding	8. 10. 2004	uspešna, 16. 11. 2004
M1, Finančna Družba	Elmo	11. 10. 2004	uspešna, 17. 11. 2004
HIT	Kompas hoteli Kranjska Gora	14. 10. 2004	uspešna, 17. 11. 2004
Zavarovalnica Triglav	Triglav Naložbe, finančna družba	20. 10. 2004	uspešna, 26. 11. 2004
Zavarovalnica Triglav	Triglav, finančna družba	20. 10. 2004	uspešna, 26. 11. 2004
Riosi Inženiring	TKI Hrastnik	22. 11. 2004	uspešna, 24. 12. 2004

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev.

V tabeli 2.6 so prikazani prevzemi po *Zakonu o prevzemih* v letu 2005. V tem letu smo beležili 20 uspešnih prevzemov in enega neuspešnega. Leto je zaznamoval Istrabenzov prevzem Kolinske.

**Tabela 2.6** Prevzemi po *Zakonu o prevzemih* v letu 2005

Prevzemnik	Ciljna družba	Datum izdaje dovoljenja	Uspešnost, datum izdaje odločbe
Istrabenz	Kolinska	7. 12. 2004	uspešna, 20. 1. 2005
Aktiva holdings B. V., Nizozemska	Arkada holding	9. 12. 2004	uspešna, 19. 1. 2005
Salonit Anhovo	Kema Puconci	16. 12. 2004	uspešna, 20. 1. 2005
Arkada holding	Tehnounion	4. 1. 2005	uspešna, 15. 2. 2005
List	IUV Vrhnika	30. 12. 2004	uspešna, 22. 2. 2005
Boleta	D holding	18. 1. 2005	uspešna, 25. 2. 2005
Alpetour – potovalna agencija	Integral Jesenice	21. 1. 2005	uspešna, 25. 2. 2005
Perutnina Ptuj	Agrokombinat Maribor	10. 2. 2005	uspešna, 21. 3. 2005
KačarSilvo	Sijaj Hrastnik	22. 4. 2005	uspešna, 31. 5. 2005
POM invest, družba za investiranje	POM naložbe, finančna družba	4. 5. 2005	uspešna, 10. 6. 2005
Avto-phone	Kompas MTS	6. 6. 2005	uspešna, 12. 7. 2005
Protej	Autocommerce	20. 6. 2005	uspešna, 27. 7. 2005
Kovina	Unitas Armature	22. 6. 2005	uspešna, 4. 8. 2005
Heraklith ag, Avstrija in Global, B&C, d. o. o.	Termo	18. 7. 2005	uspešna, 19. 8. 2005
Zvon ena holding	Belinka holding	12. 10. 2005	uspešna, 16. 11. 2005
Hidria	IMP Klimat	12. 10. 2005	uspešna, 16. 11. 2005
Triglav, finančna družba	Slovenijales	12. 10. 2005	uspešna, 22. 11. 2005
Gospodarstvo Rast	Zvon ena holding	27. 10. 2005	uspešna, 2. 12. 2005
Voogel & Noot Verpackungstechnik GmbH, Murtzal, Avstrija	Saturnus Embalaža	30. 9. 2005	uspešna, 6. 12. 2005
Vita Commerce	MIP	11. 11. 2005	uspešna, 19. 12. 2005
Banca Popolare FriulAdria, Italija	Medvešek Pušnik	27. 12. 2005	neuspešna, 29. 12. 2005

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev.

V tabeli 2.7 so prikazani prevzemi po *Zakonu o prevzemih* v letu 2006. Tega leta je bilo 21 uspešnih prevzemov in trije neuspešni. Do avgusta je veljal star *Zakon o prevzemih (ZPre)*, od avgusta naprej pa novi *Zakon o prevzemih (ZPre-I)*, ki je bil usklajen z *Direktivo Evropske unije o prevzemih 2004/25/ES*. Leto je zaznamoval maratonski prevzem Vipe holding, d. d., ki ga je prevzela Vipa, d. d., in je bil najavljen

### *Oblike in razlogi prevzemov družb*

tik pred iztekom starega *Zakona o prevzemih (ZPre)*, ki je dopuščal zviševanje prevzemne cene v nedogled.

**Tabela 2.7** Prevzemi po Zakonu o prevzemih v letu 2006

Prevzemnik	Ciljna družba	Datum izdaje dovoljenja	Uspešnost, datum izdaje odločbe
Karizma	Creina	28. 12. 2005	uspešna, 31. 1. 2006
Darko Zupanc	Trdnjava 1 holding	28. 12. 2005	uspešna, 31. 1. 2006
Iskra Avtoelektrika	Iskra	12. 12. 2005	neuspešna, 27. 2. 2006
Titus International, Velika Britanija	Lama	29. 12. 2005	uspešna, 9. 3. 2006
MAOS, poslovno svetovanje	Iskra	27. 12. 2005	uspešna, 6. 4. 2006
Zlata Moneta II Medaljon, upravljanje drugih družb	Trimo	26. 1. 2006	uspešna, 13. 3. 2006
Probanka Holding Trimo Investment			
Probanka leasing			
Kolektor group	LIV Postojna	14. 2. 2006	uspešna, 7. 4. 2006
Vipa	Vipa holding	7. 4. 2006	uspešna, 15. 5. 2006
Istrabenz	Droga Kolinska	12. 4. 2006	uspešna, 17. 5. 2006
Primož Trubar, založništvo	Gorenjski tisk	12. 4. 2006	uspešna, 25. 5. 2006
Primorje holding	Primorje	1. 6. 2006	uspešna, 6. 7. 2006
Vipa holding			
Zvon dva holding	Mladinska knjiga založba	9. 6. 2006	uspešna, 18. 7. 2006
Profectus	Medaljon	12. 6. 2006	uspešna, 21. 7. 2006
Infond holding 2	Alpina	4. 7. 2006	uspešna, 14. 8. 2006
Kolonel	Infond holding 1	24. 8. 2006	uspešna, 3. 10. 2006
Vipa	Vipa holding	6. 9. 2006	uspešna, 2. 2. 2007
Metropolitna	GG Bled	14. 9. 2006	uspešna, 25. 10. 2006
Aha aluminij	Lesnina EMMI	13. 10. 2006	uspešna, 17. 11. 2006
Kapitalska zadruga	Deželna banka Slovenije	16. 10. 2006	uspešna, 17. 11. 2006
KD holding	Deželna banka Slovenije	12. 10. 2006	uspešna, 20. 11. 2006
Pekarna Blatnik	Mlinotest	7. 12. 2006	neuspešna, 7. 12. 2006
Žito	Mlinotest	18. 10. 2006	neuspešna, 7. 12. 2006
FB investicije	Maksima holding	13. 11. 2006	uspešna, 20. 12. 2006
Vektor	Skupina Viator & Vektor	21. 11. 2006	uspešna, 21. 12. 2006
Petin			

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev.

V tabeli 2.8 so prikazani prevzemi po *Zakonu o prevzemih* v letu 2007 po stanju na dan 13. 6. 2007. V prvi polovici leta je bilo 14 uspešnih prevzemov in en neuspešen. Leto je zaznamovala izredna prevzemna aktivnost, ki je izhajala iz pospešene konsolidacije lastništva, značilne za drugo fazo privatizacije, kjer družbe dobivajo strateške lastnike. Skoraj povsod, kjer je dosežen kontrolni delež s strani največjega delničarja prek 90 odstotkov, sledi iztislitev manjšinskih delničarjev.

**Tabela 2.8** Prevzemi po *Zakonu o prevzemih* v letu 2007\*

Prevzemnik	Ciljna družba	Datum izdaje dovoljenja	Uspešnost, datum odločbe
Adria Capital Koper	Mercata	4. 12. 2006	uspešna, 8. 1. 2007
Nova kreditna banka Maribor	Infond ID 1	6. 12. 2006	uspešna, 10. 1. 2007
Monter Investitor	Železarna Ravne – Monter	19. 12. 2006	uspešna, 25. 1. 2007
Trdnjava I holding	Trdnjava holding	28. 12. 2006	uspešna, 12. 2. 2007
Fokuss	Hram holding	12. 1. 2007	uspešna, 2. 3. 2007
Vipa	Mlinotest	26. 1. 2007	uspešna, 1. 3. 2007
Jože Kozmus, Nijaz Hastor	Prevent Global	14. 2. 2007	uspešna, 12. 2. 2007
TBP, Prevent-halog in Eurocity			
Orbico	Emona Obala	6. 2. 2007	uspešna, 13. 3. 2007
Irgram	Jata Emona	13. 2. 2007	uspešna, 19. 3. 2007
Istrabenz	Droga Kolinska	26. 2. 2007	uspešna, 30. 3. 2007
Zlata Moneta II	Etra 33	1. 3. 2007	neuspešna, 1. 4. 2007
Alisio	Finira	20. 3. 2007	uspešna, 23. 4. 2007
Pivovarna Laško	Delo	29. 3. 2007	uspešna, 8. 5. 2007
Radenska in Talis			
Darko Zupanc	Trdnjava I holding	20. 4. 2007	uspešna, 29. 5. 2007
Aktiva Invest	Aktiva naložbe	20. 4. 2007	uspešna, 8. 6. 2007

\* Po stanju na dan 13. 6. 2007.

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev.

V letih 1998–2007 je bilo po stanju na dan 13. 6. 2007 v Sloveniji glede na podatke Agencije za trg vrednostnih papirjev po *Zakonu o prevzemih* izvedenih 151 prevzemov, od tega je bilo sedem neuspešnih, za pet prevzemov pa je Agencija za trg vrednostnih papirjev zahtevo za izdajo dovoljenja za prevzem zavrnila.

### 3 ZAKONODAJNI OKVIR PREVZEMOV

#### 3.1 Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES o ponudbi za prevzem

##### 3.1.1 Pregled nastajanja direktive

Lenartova (2006, 35–39) je zapisala, da se je zgodovina pravnega urejanja prevzemov v Evropi začela leta 1973 s Penningtonovim poročilom. Britanski profesor Robert R. Pennington je namreč tega leta po naročilu Komisije Evropske unije raziskal stanje na področju prevzemov v Evropski uniji ter pripravil osnutek predloga pravne ureditve. Eden od ciljev Evropske unije je namreč skupen kapitalski trg in ta ni mogoč brez enotnih norm, ki urejajo obvezne javne ponudbe za odkup na celotnem področju Evropske unije. Sprejet naj bi bil harmonizacijski akt oziroma direktiva, na njeni podlagi pa naj bi države članice sprejemale lastno zakonodajo. Prvi predlog direktive je bil podan leta 1989, zatem pa so se do leta 1997 zvrstili še trije, ki pa so bili vsi zavrnjeni. Evropski parlament tudi ni izglasoval petega predloga direktive, ki je bil nekakšno skupno stališče (angl. *Common Position*).

Leta 2001 sta Parlament in Svet Evropske unije dosegla kompromis, na podlagi katerega se je Komisija Evropske unije zavezala raziskati tri sporna vprašanja:

- definicijo primerne cene (angl. *equitable price*), ki mora biti ponujena pri obvezni ponudbi (angl. *mandatory bid*),
- iztisnitev delničarjev iz družbe (angl. *squeeze out*) oziroma pravico večinskega delničarja, da pridobi delnice manjšine in
- enakovredno obravnavanje delničarjev v vseh državah članicah (angl. *a level playing field*).

Komisija Evropske unije je zaradi preučitve teh področij imenovala skupino strokovnjakov s področja prava družb, katere naloga je bila ugotovitev pomena 9. člena 13. direktive o prevzemnih ponudbah, ki ureja obrambno ravnanje uprave ciljne družbe. Skupina je v svojem končnem poročilu z dne 4. novembra 2002 oblikovala priporočila in prednostne naloge Evropske unije. Pri tem je z namenom izboljšanja pravnega okvira upravljanja družb (angl. *corporate governance*) navedla naslednja priporočila:

- nadgradnja standardnih razkritij v okviru *corporate governance*,
- uvedba trdnega nadzora na področjih, na katerih prihaja do konflikta interesov uprave – gre za imenovanje in nagrajevanje uprave ter nadzor nad financami,
- vzpostavitev sistema za nagrajevanje uprave,
- vzpostavitev kolektivne odgovornosti uprave za izjave glede finančnega stanja družbe,

- ureditev takšnega pravnega okvira, da so delničarji obveščeni ter da je omogočena komunikacija in odločanje prek meja držav članic, in
- uskladitev sistemov *corporate governance* posameznih držav.

Skupina Evropski uniji ni priporočila enotne kodifikacije za ureditev področja *corporate governance*, saj je ureditev v posameznih državah članicah zelo različna in ni harmonizirana. Zato naj bi si Evropska unija prizadevala uskladiti ureditev posameznih članic prek njihovih zakonov, ki urejajo družbe in vrednostne papirje, ter s tem pospešila zблиževanje ter vzajemno učenje in izmenjavo izkušenj.

Zaradi različne korporacijske strukture se med državami članicami pojavljajo razlike glede dovoljenih obrambnih mehanizmov, zato so imele države zelo različne interese in so bila pogajanja pred dokončno ureditvijo področja prevzemov dolgotrajna. Končala so se s t. i. portugalskim kompromisom, ki je podlaga za sprejem direktive in določa, da sta 9. in 11. člen direktive opcijska – prvi sprejem obrambnih mehanizmov, ki bi omogočili prevzemno ponudbo, pogojuje s privolitvijo delničarjev, drugi pa prevzemni družbi omogoča spregled nekaterih obrambnih mehanizmov ciljne družbe med prevzemnim postopkom in po njem.

Trinajsta direktiva o prevzemnih ponudbah *Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES* je začela veljati 20. maja 2004 in je morala biti implementirana v nacionalne zakonodaje članic do 20. maja 2006.

### ***3.1.2 Pregled vsebine Direktive Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES (v nadaljevanju Direktiva)***

*Direktiva* določa minimalne in maksimalne standarde na področju prevzemnih ponudb. V prvem odstavku prvega člena določa, da se njene določbe uporabljajo za vse ponudbe za prevzem vrednostnih papirjev družb, za katere velja zakonodaja držav članic, če so vsi ali del njihovih vrednostnih papirjev uvrščeni na organizirani trg v eni ali več državah članicah. V drugem in tretjem odstavku so navedene izjeme, državam članicam pa je prepuščeno urejanje tega področja za tiste družbe, katerih vrednostni papirji niso uvrščeni na organiziran trg.

V četrtem členu *Direktiva* določa pristojne organe in uporabo prava ter vsebuje naslednja kolizijska pravila:

1. za vprašanja postopka ponudbe uporaba prava, ki velja za organizirani trg, na katerega so uvrščeni vrednostni papirji:
  - če država organiziranega trga sovpada z državo sedeža ciljne družbe, je pristojna ta država,
  - če država organiziranega trga ne sovpada z državo sedeža ciljne družbe, je pristojna država organiziranega trga;



2. za vprašanja s področja prava družb in obveščanja delavcev se uporablja pravo sedeža ciljne družbe.

Vrste prevzemnih ponudb po *Direktivi 2004/25/ES* so obvezna, prostovoljna in delna ponudba. V nadaljevanju po *Direktivi* povzemam značilnosti posameznih ponudb in postopek iztisnitve manjšinskih delničarjev.

#### *Obvezna ponudba (angl. mandatory takeover bid)*

Družba, ki želi pridobiti kontrolo, mora vsem delničarjem ciljne družbe podati obvezno javno ponudbo za odkup vseh delnic, ko na podlagi deleža glasovalnih pravic posredno ali neposredno pridobi kontrolo v ciljni družbi. Pridobitev kontrole mora biti cilj vsake javne ponudbe za odkup, ne le obvezne. Če cilj ponudbe ni prekoračitev praga, ki predvideva kontrolo v družbi, takšna ponudba ni predmet te *Direktive*. *Direktiva* v tretjem odstavku petega člena prepušča pravu države sedeža družbe, kakšen mora biti delež glasovalnih pravic, ki vzpostavlja domnevno kontrolo nad ciljno družbo, ter način njegovega izračuna. Namen tega instituta je varstvo manjšinskih delničarjev. Poleg tega *Direktiva* pri obvezni ponudbi opredeljuje ceno. Primerna cena v tem primeru naj bi bila najvišja cena, ki jo je ponudnik ali oseba, povezana z njim (angl. *persons acting in concert*), plačala za pridobitev enakih vrednostnih papirjev v obdobju 6–12 mesecev, preden je bila podana javna ponudba za odkup. Zahteve po določeni koncentraciji v tem primeru ni, je pa določen petodstotni prag koncentracije vrednostnih papirjev za obveznost ponudnika, da mora alternativno ponuditi gotovino.

#### *Prostovoljna ponudba*

Gre za ponudbo, ki jo poda ponudnik, za katerega ni treba, da ima kakšen vrednostni papir, ki se upošteva pri izračunu praga. Prostovoljna ponudba se tako poda takrat, ko še niso izpolnjeni pogoji za obvezno ponudbo, lahko se nanaša na vse vrednostne papirje ciljne družbe ali pa le na del njih. Za prostovoljno ponudbo, ki ne presega praga, ko je potrebna obvezna ponudba, se ne uporablja *Direktiva*, pač pa je pravna ureditev takšnih ponudb prepuščena državam članicam. Prostovoljna ponudba je podvržena načelu enakosti, delničarji morajo imeti dovolj časa in relevantnih informacij za sprejem odločitve, udeleženci trga imajo možnost biti seznanjeni s ponudbo. Velja omeniti tudi to, da zakonsko urejanje cene pri prostovoljni ponudbi ni mogoče, ker naj bi se cena zadostno uredila s tržnimi mehanizmi.

#### *Delna ponudba*

Kadar želi družba pridobiti le del, določen odstotek vrednostnih papirjev ciljne družbe, poda delno ponudbo za prevzem. V tem primeru se mora pri presoji skladnosti

in združljivosti z *Direktivo* upoštevati načelo enakega obravnavanja. Slovenski *Zakon o prevzemih (ZPre-1)* ne ureja nobene oblike delne ponudbe.

#### *Iztisnitev manjšinskih delničarjev*

Ko gre za obvezno ali prostovoljno ponudbo za pridobitev vseh vrednostnih papirjev, ima ponudnik po 15. členu *Direktive* pravico zahtevati od delničarjev, ki niso sprejeli ponudbe, da mu prodajo svoje vrednostne papirje za primerno ceno (angl. *squeeze-out*). To sme zahtevati v treh mesecih po izteku roka za sprejem ponudbe, če ponudnik poseduje vrednostne papirje ciljne družbe, ki predstavljajo najmanj 90 odstotkov osnovnega kapitala družbe, oziroma če je s ponudbo pridobil vrednostne papirje, ki pomenijo najmanj 90 odstotkov tistega kapitala družbe, ki je bil predmet javne ponudbe. Na drugi strani je v 16. členu *Direktive* manjšinskim delničarjem dana ustrezna pravica zahtevati, da po zaključeni ponudbi od ponudnika, ki je pridobil več kot 90 odstotkov vrednostnih papirjev, ki so bili predmet ponudbe, zahtevajo, da po primerni ceni odkupi še njihove vrednostne papirje (angl. *sell-out*).

#### **3.1.3 Pregled obrambnih tehnik po Direktivi**

Temeljni razlog za dolgotrajno sprejemanje prevzemne direktive v Evropski uniji so bila različna stališča glede dopustnih obrambnih mehanizmov – kdo, koliko in kje jih lahko uporablja. Unija je želela zagotoviti enaka izhodišča za prevzemne ponudbe na celotnem področju Evropske unije (angl. *level playing field*). S portugalskim kompromisom je Evropska unija sprejela ureditev, po kateri sta 9. in 11. člen opcijska, tako da državam članicam od družb ni treba zahtevati ravnanja, kot ga zahteva *Direktiva*. Ciljna družba mora upoštevati navedena pravila le takrat, ko tudi prevzemnik upošteva te določbe.

*Direktiva* v 9. členu prepoveduje takšno obrambo, ki varuje položaj članov uprave. Dopustna pa je obramba, ki se izvaja v interesu družbe, pri čemer je odločanje o njej preneseno z uprave na skupščino delničarjev. Od trenutka, ko je podana prevzemna ponudba, pa do objave njenih rezultatov je namreč uprava ciljne družbe pri svojem delovanju vezana na soglasje skupščine delničarjev, razen pri iskanju konkurenčnega ponudnika in pri opravljanju tekočih poslov, ki ne ovirajo ponudbe. Države članice imajo diskrecijo glede t. i. sprejemanja sklepov na zalogo. Odobritev skupščine delničarjev je potrebna tudi za odločitve uprave, ki so bile sprejete, preden je bila podana prevzemna ponudba, pa še niso bile izvršene, če gre za ravnanje, ki ni del rednega poslovanja družbe in bi lahko oviralo ponudbo.

Drugi način dopuščanja obrambnih mehanizmov je Evropska unija zagotovila prek t. i. spregleda (angl. *breakthrough*) v 11. členu. Spregled pomeni suspenz določenih ovir za prevzeme bodisi v določenem časovnem obdobju (med in po izvedenem prevzemnem postopku) ali ob izpolnitvi določenih pogojev. Ob nastopu določenih

okolščin v postopku prevzema spregled odvzema učinek omejitvam prenosljivosti in glasovalnih pravic ter drugim posebnim pravicam posameznih delničarjev. Iz tega sledi, da določena prednostna upravičenja posameznih delnic, ki lahko izvirajo bodisi iz zakona bodisi iz statuta, nimajo učinka, sočasno pa onemogočajo delovanje mehanizmov, ki nudijo neupravičeno varstvo upravi ciljne družbe. Spregled pomeni, da ne učinkujejo:

- statutarne ali pogodbene omejitve prenosljivosti vrednostnih papirjev po objavi ponudbe za prevzem in ves čas postopka,
- omejitve glasovalnih pravic pri sklepanju na skupščini, ki je sklicana po objavi namere za izstavitve ponudbe, na kateri se odloča o obrambi družbe,
- na prvi skupščini po koncu ponudbe:
  - omejitve prenosljivosti vrednostnih papirjev in glasovalnih pravic, če ponudnik s ponudbo pridobi tolikšno večino glasovalnih pravic v družbi, da po nacionalni zakonodaji lahko vpliva na spremembe statuta družbe,
  - posebne pravice posameznih družbenikov glede imenovanja in odpoklica vodstvenih organov,
  - delnice z večkratnimi glasovalnimi pravicami pa imajo na tej skupščini po četrtem odstavku 11. člena le en glas.

Zgornji suspenz omejitev ne zajema vrednostnih papirjev brez glasovalnih pravic, ki zagotavljajo posebne finančne ugodnosti, in zlatih delnic, ki preglasujejo vse ostale (angl. *veto power*).

Velja še omeniti, da *Direktiva* izrecno določa, da mora uprava delovati v interesu družbe in imetnikom svojih vrednostnih papirjev ne sme preprečiti seznanitve s pozitivnimi elementi ponudbe. *Direktiva* tudi določa obvezno razkritje določenih informacij. Tako mora uprava ciljne družbe objaviti poročilo z obrazloženim mnenjem glede ponudbe, in sicer, kako bo ponudba vplivala na družbo, v kolikšni meri je skladna z interesi družbe, in posebej, kakšen je vpliv na zaposlovanje. Izreči pa se mora tudi glede strateških načrtov ponudnika glede lokacije poslovanja in zaposlovanja. *Direktiva* še določa, da morajo takoj, ko je ponudba javno objavljena, o tem obvestiti delavske predstavnike oziroma, če teh ni, delavce.

### 3.2 Zakon o prevzemih (ZPre-1)

Slovenija je morala v sklopu usklajevanja pravnega reda z Evropsko unijo med drugim sprejeti tudi ustrezno prevzemno zakonodajo (povzeto po Kocbek 2006, 28–31 in Lenart 2006, 19–21). Tako je bil julija 2006 sprejet nov *Zakon o prevzemih (ZPre-1)*. Bistvena razloga za sprejem novega zakona o prevzemih najdemo v odpravi posebnosti v prevzemni zakonodaji, ki so bile uvedene iz tranzicijskih razlogov, ter usklajevanje z evropsko *Direktivo 2004/25/ES*, ki ureja področje prevzemov.

Velja poudariti, da je *ZPre-1* področje uporabe razširil z javnih delniških družb, s katerih delnicami se trguje na organiziranem trgu, še na tiste nejavne delniške družbe, katerih delovanje je podobno delovanju javnih delniških družb zaradi nekonsolidiranega lastništva in finančne moči. Zakonske določbe, ki predstavljajo obrambo pred prevzemi, so predvsem obveznost poročanja o kvalificiranih deležih, obvezna javna ponudba za odkup, plačila v denarju in nadomestna ponudba, prospekt za odkup, mnenje uprave, dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev, rok za sprejem ponudbe, konkurenčne ponudbe za odkup.

V *ZPre-1* je opredeljen tudi pojem prevzemnika, in sicer kot osebe, ki da, namerava dati ali bi morala dati ponudbo za prevzem pod pogoji in na način, kot ga določa zakon. Zakon k enakemu ravnanju kot posameznika zavezuje tudi osebe, ki delujejo usklajeno (angl. *persons acting in concert*). Institut pomeni predvsem težje izigravanje določb o obvezni prevzemni ponudbi v primeru, da je prevzemni prag presežen, in določb o najnižji prevzemni ceni. Zakon jasno opredeljuje, da se vrednostni papirji oseb, ki delujejo usklajeno, upoštevajo pri ugotavljanju prevzemnega praga, in če take osebe pridobivajo vrednostne papirje ciljne družbe, se njihovo ravnanje obravnava enako, kakor bi šlo za ravnanje prevzemnika – posameznika.

V nadaljevanju po Lenartovi (2006, 19–21) povzemam vključitev 9. in 11. člena prevzemne *Direktive* v *ZPre-1*. Prvi člen namreč ureja omejitve dejanj ciljne družbe pri izvajanju obrambnih ukrepov in preprečevanje tistih ravnanj s strani uprave ciljne družbe, s katerimi bi se lahko onemogočala ponudba, in sicer od prejema namere za prevzemno ponudbo. Drugi ureja materijo spregleda obrambnih mehanizmov. Naš zakonodajalec se je odločil, da 9. člen *Direktive* velja za vse ciljne družbe, 11. pa le za tiste, ki se same tako odločijo.

### **3.2.1 Omejitve delovanja ciljne družbe**

*Zakon o prevzemih* v 47. členu ureja omejitve dejanj ciljne družbe, to so dejanja, ki jih opravijo uprava in nadzorni svet ciljne družbe. Omejitve veljajo za naslednja dejanja:

- povečanje osnovnega kapitala,
- sklepanje poslov zunaj rednega poslovanja družbe,
- opravljanje dejanj ali sklepanje poslov, ki bi lahko resneje ogrozili nadaljnje poslovanje družbe,
- pridobivanje lastnih delnic ali vrednostnih papirjev, iz katerih izhajajo upravičenja do njih,
- opravljanje dejanj, ki bi lahko onemogočala ponudbo.

Zakon teh dejanj ne prepoveduje, ampak jih veže na odobritev skupščine delničarjev. Uprava oziroma nadzorni svet mora skupščini predlagati posamezne ukrepe, da potem ta da soglasje k izvedbi.

Kronološko se ta člen nanaša na dejanja, ki jih organ vodenja ali nadzora opravlja od prejema obvestila o prevzemni nameri ali od objave prevzemne namere, če uprava pred to objavo obvestila o prevzemni nameri ni prejela, do objave odločbe o izidu prevzemne ponudbe. Omejitev se nanaša tudi na tiste odločitve, ki so bile sprejete pred tem časom, pa še niso bile v celoti izvedene. Zakon še določa, da so pravna dejanja, ki so v nasprotju s 47. členom, nična.

### **3.2.2 Spregled mehanizmov obrambe**

Institut spregleda obrambnih mehanizmov je v slovenski pravni ureditvi opcijski, kar pomeni, da je zakonodajalec dal možnost, da takšna ureditev velja, če družba sama tako želi. Zakonodajalec je določil, da mora biti institut urejen v statutu družbe, odločitev pa sprejme skupščina delničarjev s sklepom. Postopek uveljavitve je opisan v 48. členu *ZPre-1*. Urejene so predpostavke za veljavno sprejetje sklepov o uveljavitvi spregleda obrambnih mehanizmov, predpostavke za preklic tega sklepa in obveznosti ciljne družbe glede objave takega sklepa.

V zakonu zasledimo tri sklope spregleda obrambnih mehanizmov:

- izničenje učinkov omejitve prenosa vrednostnih papirjev ciljne družbe, pa naj te omejitve izhajajo iz statuta ciljne družbe (vinkulacija) ali pa iz pogodbenih dogovorov med ciljno družbo in njenimi delničarji oziroma med delničarji samimi;
- izničenje učinkov omejitve glasovalnih pravic iz statuta ciljne družbe, iz pogodbenih dogovorov med ciljno družbo in njenimi delničarji ter iz pogodbenih dogovorov, ki bi jih sklenili delničarji ciljne družbe med seboj;
- zadnji vsebinski sklop iz določb pravila spregleda se nanaša na čas po končanem prevzemu oziroma na prvo skupščino po prevzemu, ki jo skliče prevzemnik zato, da bi spremenil korporacijsko sestavo ciljne družbe in njene organe upravljanja oziroma nadzora.



## **4 OBRAMBNI MEHANIZMI PRI SOVRAŽNIH PREVZEMIH**

### **4.1 Opredelitev prijateljskih in sovražnih prevzemov**

Prevzeme delimo na prijateljske ali prijazne ter sovražne ali neprijazne prevzeme, ko imamo v mislih odnos uprave družbe tarče do samega prevzema. Uprava se bodisi strinja bodisi nasprotuje prevzemnemu procesu oziroma prevzemni ponudbi (povzeto po Samec 2001, 72, 141 in Bertoncel 2005, 99–107).

#### **4.1.1 Prijateljski prevzem<sup>4</sup>**

Pri prijateljskem prevzemu uprava družbe, ki je tarča prevzema, podpira prevzemne aktivnosti in pri njih aktivno sodeluje. Upravi prevzemne in ciljne družbe pogajanja uspešno zaključita z dogovorom o pogojih povezovanja in načinu izvedbe prevzema. Uprava ciljne družbe zatem običajno priporoči delničarjem, naj sprejmejo prevzemno ponudbo.

#### **4.1.2 Sovražni prevzem<sup>5</sup>**

Pri sovražnem prevzemu se uprava ciljne družbe ne strinja s ponujeno prevzemno ponudbo. Kot pravi Dubrovski (2004, 223), prevzemnik pri sovražnem prevzemu »naj ne bi ustrezal pogledu managementa na nadaljnji razvoj podjetja, ki ga vodijo«. Posledično lahko pride do spopada med obema družbama. Prevzemnik uporabi napadalno taktiko, medtem ko se ciljna družba brani.

Med pogajaji se pogosto zgodi, da se upravi obeh družb ne moreta dogovoriti o pogojih povezovanja oziroma da potečejo roki, v katerih naj bi uprava ciljne družbe odgovorila na pogoje prevzemne družbe. Sledi neposredna ponudba za prevzem lastnikom ciljne družbe. S tem skuša prevzemna družba izključiti upravo ciljne družbe iz nadaljnega procesa pogajanja. Temu sledijo obrambni ukrepi uprave ciljne družbe in označitev prevzema za sovražnega. Zelo redko se zgodi, da prevzemna družba kar takoj neposredno da ponudbo za prevzem vsem delničarjem, ne da bi se prej pogajala z upravo ciljne družbe.

Kot navaja Bertoncel (2005, 100), se prevzemniki »želijo izogniti sovražnim prevzemom, saj so prevzemne premije praviloma višje kot pri prijaznih prevzemih«.

### **4.2 Preventivni obrambni mehanizmi**

Bertoncel (2005, 100) navaja, da družba preventivne obrambne mehanizme oblikuje iz dveh razlogov:

---

<sup>4</sup> Angleško »friendly takeover«.

<sup>5</sup> Angleško »hostile takeover«.

- kot obrambo pred nezaželenim poskusom prevzema in
- zaradi interesov oziroma koristi določene skupine v ciljni družbi, običajno managementa.

V prvem razlogu vidimo obrambo pred škodljivimi vplivi prevzema, na primer pred likvidacijo družbe. V drugem razlogu odkrijemo željo managementa ciljnega podjetja po večanju svojih koristi v družbi.

Delničarji prevzete družbe ob prevzemu praviloma dobijo največ, saj je prevzemna premija pri sovražnih prevzemih večja kot pri prijateljskih prevzemih. Prevzemi so torej sovražni do uprave ciljne družbe, ki skuša z obrambnimi mehanizmi zavarovati svoje koristi in pozicije v družbi. Tu nastopi ključna dilema, kako oblikovati optimalno obrambo, da bomo zadovoljili tako management kot agenta pa tudi lastnike oz. delničarje kot principale. Bertonecel (2005, 101) trdi, da »optimalni obrambni mehanizmi znižujejo celotne transakcijske stroške, saj zmanjšujejo možnosti oportunističnega ravnanja ene ali druge strani«.

Družba običajno že vnaprej pripravi vrsto različnih obrambnih ukrepov. Pri tem sodelujejo najeti zunanji sodelavci, bodisi investicijski bančniki bodisi pravne pisarne, ki pripravijo predloge obrambnih mehanizmov po meri družbe. Običajno zatem tudi aktivno sodelujejo pri obrambi družbe pred nezaželenim prevzemnikom.

Obrambne ukrepe lahko razdelimo na pasivne in aktive. Pasivni ali preventivni obrambni ukrepi zajemajo predprevzemne mehanizme obrambe pred nezaželenim prevzemom. Pasivne obrambne ukrepe družba pripravi že pred neposredno grožnjo prevzema, saj je za njihovo pripravo, usklajevanje in potrditev med različnimi interesnimi skupinami znotraj družbe potreben čas in finančna sredstva. Aktivni obrambni ukrepi pa zajemajo kurativne obrambne mehanizme pred nezaželenimi prevzemi, s katerimi družba odgovori na neposredno grožnjo prevzema in skuša sovražnega prevzemnika odvrniti od prevzema.

V slovenskem prostoru se je zaradi zakonskih omejitev uveljavil omejen nabor obrambnih mehanizmov pred sovražnimi prevzemi. Medtem pa Gaughan (2002, 176) navaja, da je v devetdesetih letih kar 85 odstotkov vseh velikih ameriških podjetij imelo pripravljene kakšne obrambne mehanizme.

Bertonecel opozarja (2005, 102), da so obrambni mehanizmi lahko »dvorezen meč«. Upravi ciljne družbe sicer pomagajo pri obrambi pred sovražnim prevzemom, vendar pa lahko kaj hitro dosežejo nasproten učinek in delujejo omejujoče, zato jih je treba rabiti s pravo mero.

Bešter (1996, 101) navaja naslednje dejavnike, od katerih je odvisna uspešnost obrambnih mehanizmov:

- razpoložljivost obrambnih strategij,
- zakonske omejitve,



- pritiski delničarjev in
- stroški.

#### **4.2.1 Splošne preventivne aktivnosti**

Ravnanje managementa po načelu »dobrega gospodarja« sodi med splošne preventivne aktivnosti pred sovražnim prevzemom. Med te aktivnosti sodi skrb za čim višjo ceno delnic, stalno spremljanje strukture delničarjev in komuniciranje z javnostjo.

#### **4.2.2 Priprava obrambnih mehanizmov**

Po Bertonclu (2005, 102–107) povzemam nekatere preventivne obrambne ukrepe, ki so se uveljavili pri nas.

##### *Obrambni ukrepi v statutu družbe*

Ukrepi, ki so navedeni v statutu družbe, morajo biti sprejeti na skupščini delničarjev s tričetrtinsko večino prisotnih delničarjev družbe. Z njimi delničarji del svojih pravic prenesejo na management družbe in mu s tem povečajo pogajalsko moč v morebitnem procesu povezovanja. Namen statutarnih omejitev je otežitev ali preprečitev sovražnega prevzema.

Obrambne ukrepe v statutu družbe delimo na:

- *Omejitev števila glasov posameznega delničarja*  
V statutu delniške družbe se omeji število glasov, ki jih lahko ima posamezni delničar, ne glede na število delnic, ki jih ima v lasti. Njegova glasovalna pravica se omeji na določen odstotek.
- *Prednostne delnice brez glasovalnih pravic*  
Prednostne delnice brez glasovalne pravice se lahko izdajo do polovice osnovnega kapitala. Takšne prednostne delnice brez glasovalnih pravic imajo običajno zagotovljeno fiksno *dividendo*. V izrednih razmerah, na primer če družba ne izplačuje dividende, delničarji dobijo glasovalno pravico. S takšno izdajo prednostnih delnic brez glasovalnih pravic družba pridobi dodatni kapital in obenem ohranja nespremenjeno sestavo delničarjev. S tem si uprava zagotavlja glasove prijaznih delničarjev v okviru obstoječe lastniške sestave.
- *Imenovanje članov nadzornega sveta v časovnih zamikih in dvig praga potrebne večine za imenovanje oziroma odpoklic članov nadzornih svetov*  
Člani nadzornega sveta so lahko imenovani s časovnimi zamiki, na primer je imenovana četrtnina članov na leto. V statutu družbe se lahko tudi zapiše, da je za imenovanje ali odpoklic članov nadzornega sveta potreben višji prag od običajnega. Z navadno večino za imenovanje in z vsaj tričetrtinsko večino

prisotnih glasov za razrešitev se prag lahko prestavi na 75 odstotkov ali celo na 90 odstotkov vseh glasov.

- *Odobreni kapital in izključitev prednostne pravice obstoječih delničarjev*  
Uprava družbe lahko s sklepom skupščine delničarjev za določeno obdobje pridobi pooblastilo za povečanje kapitala družbe do višine polovice osnovnega kapitala. Gre za odobreni kapital, s katerim povečamo osnovni kapital družbe z izdajo novih delnic. Delničarji imajo glede na svoj obstoječi delež v družbi prednostno pravico pri vpisu in vplačilu novih delnic. V statut se po odločitvi vsaj treh četrtin glasov na skupščini prisotnih delničarjev vgradi dopolnilo, s katerim se izključi prednostno pravico obstoječim delničarjem. Tako se upravi družbe da možnost, da sama izbere investitorje za odkup nove izdaje delnic.

#### *Družba pooblaščenka*

V procesu lastninskega preoblikovanja podjetij so v Sloveniji družbe pooblaščenke igrale pomembno vlogo. Izkazale so se kot dober obrambni mehanizem pred nezaželenimi prevzemi. Marsikje so pridobile kontrolne deleže v podjetjih ali pa so celo same prevzele podjetja.

#### *Medsebojno lastništvo in mreženje s prijaznimi delničarji*

Medsebojno lastništvo s prijateljskimi partnerji je običajen obrambni mehanizem v slovenskem prostoru. Dogovori, sklenjeni med upravami več družb, ki kupijo svežnje delnic in delujejo kot prijazni delničarji, managementu družbe omogočajo, da učinkovito nadzira lastniško sestavo družbe. Takšne delničarje imenujemo beli oprode (angl. *white squires*); prijazni so do obstoječe uprave ter jo podpirajo v njenih odločitvah. Če beli oprode oziroma management prek belih oprod obvladuje večino kapitala družbe, se s tem onemogoča prevzem družbe. Na našem trgu kapitala se je za to uveljavil izraz »parkirišča delnic«.

#### *Delničarski sporazumi*

Delničarski sporazum je sklenjen med delničarji ciljne družbe in vsebuje določila o lastniških deležih ter pravicah, ki iz njih izhajajo. Takšen sporazum pogosto sklenejo ustanovitveni delničarji. Delničarji se z njim dogovorijo o načinu soupravljanja (omejena prenosljivost delnic, vzajemna predkupna pravica, nakupne in prodajne opcije ...) ter kako bodo ukrepali v primeru prevzemne ponudbe (skupen nastop).

#### *Trgovanje z lastnimi delnicami*

Prek trgovanja z lastnimi delnicami lahko pomembno oblikujemo ceno delnic na trgu. To velja še posebej, če je delnica nelikvidna in ima velik sveženj delnic v svojih

rokah določena interesna skupina, na primer uprava. Z visoko ceno delnice na trgu lahko dosežemo, da postane ciljna družba predraga za morebitnega prevzemnika. Seveda ostaja odprto vprašanje, ali lahko takšna cena delnice dolgoročno vzdrži in kaj narediti v primeru, če se pojavi zaželen prijateljski prevzemnik.

### *Strupene tabletk*

Strupenih tabletk (angl. *poison pills*) in protiukrepov (angl. *antidots*) v našem poslovnem okolju ne poznamo. Strupene tabletk so vrednostni papirji, ki imetnikom ob izpolnitvi določenih pogojev dajejo posebne dodatne pravice. Izpolnitev določenega pogoja je lahko na primer objava ponudbe za odkup delnic, pridobitev določenega deleža v družbi s strani sovražnega prevzemnika itd. Posebne pravice so nižja cena od tržne za nakup delnic, prodaja prednostnih delnic po najvišji ceni, ki jo je sovražni prevzemnik ponudil v preteklem obdobju itd. Njihova uporaba ne preprečuje prevzema, ga pa občutno podraži, če pri procesu prevzemanja ne sodeluje uprava ciljne družbe. Uprava lahko strupene tabletk aktivira pa tudi odpokliče, če pride naknadno do uspešnega dogovora.

### *Zlata padala*

Zlata padala (angl. *golden parachutes*) so denarna izplačila upravi v primeru odpoklica ob spremembi lastništva v družbi. Pri nas poznamo odpravnine upravi, ki se izplačajo ob predčasnem odpoklicu. Določene so v individualni managerski pogodbi o zaposlitvi, in sicer kot večkratnik plače managerja, ki mu pripada v primeru odpoklica pred koncem mandata. V primeru, da je mnogokratnik plače prevelik, lahko to spodbudi upravo, da proda družbo tudi pod pošteno tržno ceno. Običajno prevzemnika od sovražnega poskusa prevzema prej odvrne napoved odstopa celotne uprave kot pa morebitne visoke odpravnine.

### *Uporaba pogodbene določbe »sprememba lastništva«*

Poslovni partnerji pogosto zahtevajo, da se v pogodbo, sklenjeno med njimi in ciljnim podjetjem, vključi določba »sprememba lastništva« (angl. *change of control*). S takšno določbo si jemljemo diskrecijsko pravico, da v primeru prevzema ciljne družbe s strani konkurenčne družbe, prekinejo poslovno sodelovanje, ne da bi za to plačali kakršnokoli odškodnino.

Če je družba zelo odvisna od določenega poslovnega partnerja, bodisi kupca bodisi dobavitelja, lahko takšna določba postane zelo pomembno merilo pri odločitvi za prevzem, saj lahko izguba pomembnega poslovnega partnerja močno vpliva na poslovni rezultat družbe. Pri takšnih dogovorih uprave s pomembnimi poslovnimi partnerji lahko govorimo o tihih prevzemih brez nakupa, preprosto s sklenjenimi komercialnimi pogodbami.

### *Razpršitev poslovanja*

Razpršitev poslovanja je praviloma zaželena, še posebej če gre za dodajanje komplementarnih dejavnosti, ki povečujejo obseg poslovanja in zmanjšujejo odvisnost od osnovne dejavnosti. Lahko pa se zgodi, da se družba odloči za prevzem popolnoma nekompatibilne dejavnosti z namenom, da s tem postane bodisi predraga bodisi nezanimiva za morebitnega sovražnega prevzemnika.

## **4.3 Kurativni obrambni mehanizmi**

O sovražnem prevzemu govorimo takrat, ko se uprava ciljne družbe ne strinja s ponujenim prevzemom, kar vodi v spopad družb z uporabo napadalnih taktik pri sovražnem prevzemniku in obrambnih taktik pri ciljnim podjetju.

Naj v nadaljevanju razčlenim nekaj obrambnih ukrepov proti neposredni grožnji sovražnega prevzema.

### **4.3.1 *Prepričevanje delničarjev, da je cena prenizka***

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

### **4.3.2 *Beli principi, beli plemiči, dihurstvo***

Beli vitez (angl. *white knight*) je za upravo ciljne družbe zaželeni oziroma prijateljski kupec, ki skuša ciljno družbo prevzeti namesto sovražnega prevzemnika. Uprava ciljne družbe ga med prevzemanjem aktivno podpira.

O belih plemičih govorimo, kadar tretja družba kupi pomemben delež v ciljnim podjetju prevzema in s tem onemogoči namero sovražnega prevzemnika. Ni nujno, da gre pri nakupu takšnega deleža za prevzem nadzora.

Z »dihurstvom« poimenujemo vsako spremembo, ki odžene sovražnega prevzemnika. Pri tem gre lahko za spremembe v statutu glede odločanja, mandata uprave in nadzornega sveta ali prestavitev sedeža podjetja v državo, v kateri imajo bolj zaščitne zakone.

#### **4.3.3 Vključevanje Urada za varstvo konkurence**

V primeru, da bi prevzem povzročil nezaželeno monopolno koncentracijo na trgu, se lahko ciljna družba odloči za aktivno obrambo pred poskusom prevzema z uveljavljanjem določil protimonopolne zakonodaje.

#### **4.3.4 Tožba proti sovražnemu prevzemniku**

Tožbo proti sovražnemu prevzemniku se lahko sproži bodisi zaradi procesnih napak bodisi zaradi uveljavljanja sodnega varstva.

#### **4.3.5 Protinapad in prevzem sovražnega prevzemnika**

Ciljna družba lahko bodisi sama bodisi prek prijateljskih družb sproži protinapad z najavo prevzema sovražnega prevzemnika. Lahko pa tudi preprosto prične s pospešenim nakupovanjem deležev v prevzemniku.

#### **4.3.6 Ostale oblike kurativnih obrambnih mehanizmov**

V nadaljevanju povzemam po Dubrovskem (2004, 224) ostale oblike kurativnih obrambnih mehanizmov:

- *požgana zemlja*: družba izvaja ukrepe, ki jo naredijo manj zanimivo za prevzem,
- *obramba treh mušketirjev*: razdelitev družbe v več družb z omejeno odgovornostjo s porazdelitvijo premoženja,
- *sladko povračilo*: ciljna družba odkupuje deleže prevzemnika po ceni, ki je nad tržno,
- *samozaščita*: naklonjenost pravnih in finančnih specialistov za kapitalske transakcije,
- *samodokup*: družba ponudi delničarjem, da odkupi njihove delnice namesto prevzemnika,
- *razvodenitev*: izdaja velikega dodatnega svežnja delnic prednostnim upravičencem, kar razvodeni moč obstoječih delnic, in
- *zastrupljene tabletki*: management družbo prekomerno zadolži, kar pa je lahko tvegano tako za ciljno družbo kot tudi za prevzemnika.



## 5 PREVZEMNO IZRAZOSLOVJE

V praksi tujih držav se je za prevzeme izoblikovalo zelo raznoliko izrazoslovje. Vsak izraz odseva stopnjo sodelovanja uprave ciljne družbe s prevzemno družbo pa tudi s tem povezane tehnike, ki jih za prevzem uporabljajo prevzemne družbe (povzeto po Fingušt 2002):

- »lepa deklica« ali »uspavana lepotica«: pomeni ciljno družbo, ki je »zrela« za prevzem,
- »medvedkovo trepljanje«: obvestilo ciljni družbi o želenem poslovnem povezovanju,
- »medvedji objem«: nepričakovani ultimat, z javno objavo ali brez nje, v katerem se upravi ciljne družbe formalno predlaga združitev ali pripojitev z namenom, da bi se izognili obveznosti dajanja ponudbe za odkup,
- »okov« (angl. clamp): agresivna oblika medvedjega objema, pri katerem prevzemna družba ponudi, da bo odkupila delnice brez zadržkov, pomembnih predhodnih priprav, pogojev in pogajanj z upravo ciljne družbe,
- »obratni medvedji objem«: pripravljenost ciljne družbe, da se pogaja o prijaznem prevzemu, vendar po občutno višji ceni delnic,
- »vreča peska«: ciljna družba soglašja s pogajanjem o prevzemu s prevzemno družbo, vendar šele po »medvedjem objemu« in z namenom zavlačevanja ponudbe za odkup,
- »blitzkrieg« oziroma hitra akcija: ponudba za odkup, ki ni bila predmet pogajanj, je pa presenečenje za ciljno družbo in traja kratek čas,
- »nizka žoga«: ponudba za odkup po ceni, ki je dogovorjena s pogajanjem,
- »ponudba botra«: ponudba, katere zavrnitve si uprava ciljne družbe ne more privoščiti,
- »dvtirni dogovor«: delna ponudba za odkup delnic, plačanih z denarjem, ki ji sledi ponudba delnic prevzemne družbe, vrednotenih po nizki ceni,
- »trgovalna znamka«: ponudba delnic (nadomestnih vrednostnih papirjev) v ponudbi za odkup delnic ciljne družbe,
- »plazeč prevzem«: postopno pridobivanje delnic ciljne družbe brez ponudbe za odkup,
- »beli vitez«: tretje podjetje, kateremu se želi ciljno podjetje pripojiti ali za katerega želi, da poda konkurenčno ponudbo za odkup, ki bo bolj zelena in ugodna za ciljno podjetje,
- »sivi vitez«: prevzemnik, ki je dal konkurenčno ponudbo za odkup in ga ciljna družba (ne) sprejema enako kot prevzemnika, ki je dal prvo ponudbo za odkup delnic,

- »črni vitez«: tretje podjetje, ki s svojimi aktivnostmi pokvari prevzemni družbi ponudbo za odkup, ki ima podporo uprave ciljne družbe,
- »črna knjiga«: kombinacija obrambnega gradiva in postopkov,
- »grabežljivo odvraten«: obrambni ukrep proti potencialnim prevzemnikom, kot na primer dopolnitev statuta ciljne družbe z zahtevo po potrebni super večini glasov za glasovanje o prevzemu,
- »železna deklica«: nepopustljiva uprava ciljne družbe,
- »požgana zemlja«: obrambna taktika »zadrževanja« delnic s strani prvotnih lastnikov delnic ciljne družbe ne obstaja,
- »zamašek«: ovire, na katere se lahko sklicuje ciljna družba pri obrambi pred prevzemom, na primer sklicevanje, da bi prevzem ciljne družbe povzročil zmanjševanje konkurenčnosti in koncentracijo,
- »zelena pošta«: odkup svežnja delnic ciljne družbe od družbi nenaklonjenega podjetja po ceni, ki vključuje premijo nad tržno ceno teh delnic,
- »zlata padala«: poseben dogovor o zaposlitvi, sklenjen med prevzemnikom in upravo ciljne družbe, ki mu omogoča določeno finančno zagotovilo v primeru spremembe vodstva s strani prevzemnika.

V Sloveniji zaenkrat nismo prišli dlje od izraza »parkirišča delnic«, ki označuje začasen nakup delnic s klavzulo povratnega odkupa končnega delničarja.



## 6 ZGLED BAYERJEVEGA PREVZEMA SCHERINGA

### 6.1 Predstavitev vpletenih družb

Podjetje Bayer AG je bilo ustanovljeno leta 1863 in zaposluje približno 93.700 ljudi. Eden njegovih najbolj znanih izdelkov je aspirin, ki ga je izumil leta 1897. Sicer pa proizvaja vse od vitaminov do kmetijskih kemikalij. Schering AG je nastal leta 1851 kot lekarna, danes pa zaposluje 24.500 ljudi. Med drugo svetovno vojno se je ločil od ameriške podružnice Schering Plough Corporation. Merck KGaA je bil ustanovljen leta 1668, prav tako kot lekarna, in je najstarejša farmacevtska družba na svetu. Od ameriškega Mercka & Co., Inc., je povsem ločen že od prve svetovne vojne.

### 6.2 Proces prevzema<sup>6</sup>

V začetku marca 2006 je farmacevt Merck za največjega proizvajalca kontracepcijskih tablet na svetu Schering ponudil 14,6 milijarde evrov. Merck je ponudil 77 evrov za delnico, kar je 15 odstotkov več, kot je bila delnica vredna na borzi teden pred prevzemom. Po izračunih naj bi združeni podjetji imeli okoli 11,2 milijarde evrov prodaje, s čimer bi konkurirali tudi Bayerju. Merck je že pred prevzemom odkupil okoli 9,66 milijona delnic Scheringa, skoraj pet odstotkov vseh delnic te družbe.

Pri omenjeni napovedi prevzema pa je zanimivo to, da je tečaj Scheringovih delnic v tednu dni pred objavo zrasel za deset odstotkov, čeprav je bilo splošno ozračje na nemškem borznem trgu negativno. To lepo kaže, da tudi na razvitih trgih notranje informacije kdaj pa kdaj uidejo, kot tudi, da so nenadne spremembe tečaja ob povečanem obsegu prometa prvi znanilec, da na trg prihajajo nove informacije.

Po Merckovi ponudbi za prevzem je tečaj Scheringovih delnic pridobil četrtno vrednosti (maksimalno vrednost je tečaj naslednji dan po najavi prevzema dosegel pri 85,5 evra), pa čeprav je Merckova ponudba imela samo 15-odstotno premijo glede na tečaj pred objavo ponudbe (77 evrov). Razlog za takšen odziv investorjev lahko iščemo tako v neodobravanju prevzema s strani Scheringa (prenizka cena) kot tudi v pričakovanju vlagateljev, da se bo v igro vključil še kakšen prevzemnik. Pojavile so se namreč špekulacije o morebitni Bayerjevi prevzemni ponudbi. Nemški časnik *Die Welt* je v tem času poročal, da po neuradnih informacijah Bayer pripravlja prevzemno ponudbo, ki bo znašala okrog 85 evrov za delnico. Bayer trditev ni želel takoj komentirati.

Nemški farmacevtski velikan Bayer je dan za tem sporočil, da ponuja 16,3 milijarde evrov (86 evrov za delnico) za prijateljski prevzem drugega nemškega farmacevta Schering. Tako je skušal preprečiti sovražni prevzem podjetja s strani družbe Merck.

---

<sup>6</sup> Povzeto po dnevniku *Finance*.

Uprava Scheringa je prvo ponudbo Mercka zavrnila kot nespodobno in prenizko, medtem ko do druge ponudbe Bayerja ni bila ravnodušna in je svojim delničarjem predlagala, naj jo sprejmejo. Izjavila je, da bi v primeru uspešnega prevzema nastalo mednarodno zelo pomembno podjetje, ki bi letno ustvarilo za devet milijard evrov prihodkov. »Z združitvijo obeh družb bo nastala vodilna specializirana farmacevtska družba,« je povedal vodilni pri Scheringu, Hubertus Erlen.

Vstop Bayerja v igro je bil pomemben tudi z vidika nemškega ponosa, saj so bili Nemci včasih vodilni v farmacevtski industriji, potem pa so pričeli primat izgubljati zaradi konsolidacije v panogi. Združena Bayer in Schering bi tako nemški farmaciji povrnili ugled in moč, uprava Scheringa pa je menila, da je čas za združitev pravi, saj sta obe podjetji zdravi.

Iz Bayerja so še sporočili, da načrtujejo po prevzemu Scheringa odpustiti šest tisoč delavcev. Delež zaposlenih bi se tako zmanjšal za pet odstotkov, največ iz pisarniških vrst. Bayer je s svojo ponudbo prekašal Merckovo za 1,7 milijarde evrov.

Podjetje Merck je konec marca 2006 povečalo svoj delež v največjem tekmecu, družbi Schering, na 20,7 odstotka. Odkupili so 4,05 milijona delnic po povprečni ceni 86 evrov za delnico, skupaj pa so odšteli 348,5 milijona evrov.

Nemška farmacevtska konkurenta Merck in Bayer sta končala prevzemni boj za nemško farmacevtsko družbo Schering sredi junija 2006. Merck je v skladu z dogovorom svoj 21,8-odstotni delež v Scheringu za 3,7 milijarde evrov prodal Bayerju, ta pa je v zameno umaknil tožbo, ki jo je proti Mercku nekaj dni prej sprožil v ZDA. Z dogovorom se je končal eden največjih prevzemnih bojev v zgodovini nemške farmacevtske panoge. Merck je za delnico prejel 89 evrov, kar je en evro več, kot je Bayer nameraval plačati za Scheringovo delnico v okviru prevzemne ponudbe. Prvotna ponudba, objavljena marca 2006, je znašala 86 evrov za delnico. Velja še enkrat omeniti, da je Merck v tednih pred sklenitvijo dogovora z Bayerjem na trgu intenzivno kupal Scheringove delnice, kar so poznavalci ocenili kot poskus prekrivanja Bayerjevih prevzemnih načrtov. S tem ko je Merck pridobil že skoraj 22-odstotni delež, se je Bayerjev cilj, pridobiti več kot 75 odstotkov Scheringovih delnic, kazal kot vse manj mogoč. V Bayerju so bili z dogovorom z Merckom zelo zadovoljni, saj bi dolgotrajen boj za Schering močno vplival na prihodnost družbe, je pojasnil izvršni direktor Bayerja, Werner Wenning. Ob dogovoru z Merckom je ocenil, da naj bi Bayer uspel pridobiti najmanj 75 odstotkov Scheringovih delnic in že kmalu začel z integracijskim postopkom.

Po dogovoru z Merckom je Bayer svoj delež v Scheringu povečal na več kot 30 odstotkov, svoj desetodstotni delež mu je namreč prodala tudi zavarovalnica Allianz.

Bayer je po izteku podaljšane roka prevzemne ponudbe v drugi polovici junija 2006 imel v lasti skupno 92,4 odstotka delnic nemške farmacevtske družbe Schering;

44,5 odstotka delnic je pridobil z nakupom na borzi ali z neposrednim nakupom, 47,9 odstotka pa v okviru javne prevzemne ponudbe.

V vodstvu Bayerja so ocenili pridobljen delež kot izjemen uspeh, pri enem največjih prevzemov v zgodovini nemške farmacevtske panoge pa je Bayer za delnico Scheringa odštél 89 evrov. Skupno je tako za pridobljeni delež odštél 17 milijard evrov.

Prevzem je Bayer deloma izčrpal, zato je med drugim naprodaj postavil nekaj svojih enot. Za kemično H. C. Starks je tako avgusta 2006 prejel nekaj več kot milijardo evrov vrednih ponudb.

Bayer je v tretjem četrletju leta 2006 zaradi stroškov prevzema farmacevtske družbe Schering imel manjši čisti dobiček kot leto prej. V primerjavi z istim obdobjem leta 2005 je bil dobiček manjši za 35 odstotkov in je znašal 320 milijonov evrov, vendar je to še vedno več, kot so napovedovali analitiki. Ti so za Bloomberg<sup>7</sup> v povprečju napovedovali le slabih 200 milijonov evrov dobička. Prihodki so se v primerjalnem obdobju povečali za 26 odstotkov, na 7,8 milijarde evrov.

Bayer, največja nemška farmacevtska družba, je v drugem četrletju leta 2007 (eno leto po prevzemu Scheringa) čisti dobiček povečala za 46 odstotkov. Ta se je povečal na 660 milijonov evrov, in sicer s 452 milijonov v drugem četrletju leta 2006. Družba je v drugem četrletju ustvarila 8,22 milijarde evrov prihodkov od prodaje ali 22 odstotkov več kot v istem obdobju leta 2006. Po nakupu farmacevtske družbe Schering se je Bayerju že v prvi polovici leta 2007 povečala prodaja v diviziji zdravje za 65 odstotkov.

Bayerjev prevzem Scheringa je tipičen primer obrambe pred sovražnim prevzemom z uporabo taktike belega viteza. Schering je od vsega začetka močno nasprotoval sovražnemu prevzemu s strani Mercka in našel v Bayerju belega viteza, ki je zatem izvedel prijateljski prevzem Scheringa. Uprava Scheringa je prevzem s strani belega viteza aktivno podpirala in pozitivno vplivala na delničarje, da so se ugodno odzvali na Bayerjevo ponudbo. Merck kot sovražni prevzemnik se iz prevzemne vojne ni umaknil brez boja. Na trgu je aktivno kupoval delnice ciljnega podjetja in s tem krepil svojo pogajalsko pozicijo v boju z belim vitezom. Do končnega kompromisa je prišlo šele po vložitvi tožbe belega viteza Bayerja proti sovražnemu prevzemniku Mercku v ZDA. Končni izplen je bil za Merck ugoden, saj je dobil za svoj sveženj delnic celo pribitek na prvotno prevzemno ceno, postavljeno s strani belega viteza Bayerja. Na drugi strani pa je Bayerju posredno omogočil, da je pridobil ne le več kot 75 odstotkov Scheringa, temveč je celo presegel 90-odstotni prag (dejansko je pridobil prek 95 odstotkov), kar mu omogoča iztisnitev manjšinskih delničarjev. Vendar se Bayer zaenkrat ni odločil za to možnost.

---

<sup>7</sup> Bloomberg je informacijski sistem, ki ga uporabljajo investicijske banke za spremljanje, analiziranje in trgovanje s finančnimi instrumenti.

### *Zgled Bayerjevega prevzema Scheringa*

Na zgledu Bayerjevega prevzema Scheringa smo spoznali primer horizontalnega prevzema, v katerem so nastopali neposredni konkurenti, družbe iz iste panoge. Pri tem je nastal velik proizvajalec, ki obvladuje širše okolje. Ključni motiv prevzema so bili sinergijski učinki, ki so bili v poprevzemnem obdobju hitro uresničeni. Zgled je tudi odkril aktivnosti uprave in način komuniciranja z delničarji ob primeru branjenja pred sovražnim prevzemom. Lahko smo spremljali kurativne obrambne ukrepe, še posebej obrambno tehniko »belega viteza«, ki je na koncu uporabil kot napadalno sredstvo še tožbo proti sovražnemu prevzemniku.

## 7 SKLEP

V diplomskem delu sem izhajal iz dejstva, da sodobno poslovno okolje tudi od podjetij v Sloveniji zahteva, da so globalno konkurenčna. To jih sili v nenehno preverjanje možnosti povezovanja z drugimi podjetji. Posledično so družbe podvržene stalnim spremembam lastniške strukture. Management podjetij se srečuje z nenehnim izzivom, kako uspešno prevzemati in kako se uspešno braniti pred sovražnimi prevzemi. Namen diplomskega dela je bil celostno predstaviti postopek prevzema ciljne družbe in obrambne mehanizme v primeru sovražnega prevzema. Ključni namen mojega dela je bil pojasniti možne obrambne aktivnosti pred neposredno grožnjo prevzema in tiste aktivnosti, ki jih lahko management sproži kot odgovor na konkreten poskus prevzema.

V diplomskem delu sem predstavil oblike prevzemov ter razloge zanje. Podal sem tudi pregled prevzemov v Evropski uniji in Sloveniji. Sledi povzetek zakonodajnega okvira prevzemov. V prvem delu sem povzel *Direktive Evropske unije o ponudbi za prevzem 2004/25/ES*. Opisal sem tudi potek nastajanja *Direktive*, pregled njene vsebine in pregled obrambnih tehnik, ki jih *Direktiva* dopušča. Poleg tega sem povzel *Zakon o prevzemih (ZPre-1)*, še posebej tisti del, ki obravnava mehanizme obrambe.

V nadaljevanju sem najprej opredelil pojem prijateljskih in sovražnih prevzemov, zatem pa sem podrobneje predstavil naprej preventivne, nato pa še kurativne obrambne mehanizme pred sovražnim prevzemom. Sledi kratek povzetek prevzemnega izrazoslovja, ki se je izoblikovalo v praksi tujih držav in odseva stopnjo sodelovanja uprave ciljne družbe s prevzemno družbo.

Na koncu sem opisal zgled prevzema nemške farmacevtske družbe Schering. Zanj sta se potegovala dva nemška farmacevta, najprej Merck in zatem še Bayer. Obravnavan poskus Merckovega sovražnega prevzema Scheringa odkriva vlogo Bayerja kot belega viteza, upravi prijaznega prevzemnika. Pri tem gre za primer horizontalnega prevzema, v katerem so nastopali neposredni konkurenti, družbe iz iste panoge. S tem je nastal velik proizvajalec, ki obvladuje širše okolje. Ključni motiv prevzema so bili sinergijski učinki, ki so bili v poprevzemnem obdobju hitro uresničeni. Zgled je tudi odkril, kako pomembno je ob primeru branjenja pred sovražnim prevzemom aktivno komuniciranje uprave z delničarji. V zgledu se lepo vidi obrambo družbe tarče, ki svoje delničarje opozarja na nizko ceno prevzema in na negativne posledice sovražnega prevzema ob hkratnem pridobivanju časa za iskanje managementu prijaznega prevzemnika. Na drugi strani pa odkrijemo napadalno taktiko sovražnega prevzemnika, ki kljub vstopu belega viteza v prevzemno igro nadaljuje s povečevanjem deleža v ciljni družbi in na koncu doseže odkup svojega deleža po višji ceni. Ob tem beli vitez poseže v prevzemni boj s tožbo proti sovražnemu prevzemniku, ki se konča z njenim umikom in odkupom deleža sovražnega prevzemnika v družbi tarči.

V diplomskem delu sem ugotovil, da zanimivost prevzemne tarče povečuje nizka cena njenih delnic, visoka likvidnost družbe, hitra možnost prodaje dela družbe in nizek delež delnic v lasti managementa. Prav odnos managementa družbe tarče do prevzema vodi v delitev prevzemov na prijateljske in sovražne. Za primer sovražnega prevzema lahko družba pripravi preventivne obrambne mehanizme. V slovenskem prostoru se je na tem področju kot najučinkovitejše izkazalo medsebojno lastništvo in mreženje s prijaznimi delničarji.

V primeru dejanskega sovražnega prevzema lahko družba uporabi kurativne obrambne mehanizme. V slovenski poslovni praksi se je na tem področju še najbolj uveljavila taktika belega viteza, ko management ciljne družbe najde prijateljskega kupca, ki skuša prevzeti družbo namesto sovražnega prevzemnika. Kurativne ukrepe zelo omejuje *Zakon o prevzemih (ZPre-1)*, ki določa pasivnost managementa v postopku prevzema. Uporabo kurativnih obrambnih mehanizmov otežujejo zakonska zahteva, da mora te obrambne ukrepe odobriti skupščina delničarjev, in s sklicem skupščine povezani roki.

V Sloveniji pri prevzemih ne moremo zaobiti lastninjenja družbenega premoženja. Trenutno se nahajamo v drugi fazi lastninjenja, ki zajema koncentracijo lastništva znotraj Slovenije, kjer glavno vlogo igrajo management in investicijske družbe ter paradržavna sklada. Ponekod pa se že odvija tudi tretji krog koncentracije lastništva, ki vključuje aktivnosti v obliki združitvev in prevzemov. V teh aktivnostih sodelujejo tako domači kot tuji investitorji in lastniki s strateškimi interesi.

Slovenska podjetja se prevzemov lotevajo zaradi tranzicijskih razlogov, navedenih v prejšnjem odstavku, pa tudi zaradi povečanja tržnega deleža, sinergij in ekonomij obsega, pospešenih vstopov na nove trge in zaradi produktne diverzifikacije. Cilj takšnega povezovanja mora biti doseganje skupnih konkurenčnih prednosti, zmanjševanje tveganj poslovanja, doseganje skupnih ciljev in sinergijskih učinkov. Pri tem se morajo slovenska podjetja med seboj kapitalsko povezovati in strateško sodelovati. Edino tako se bodo ubranila pred morebitnimi sovražnimi prevzemi svojih globalnih konkurentov. Poleg tega jim takšno sodelovanje in povezovanje omogoča, da sama nastopajo kot prevzemniki, še posebej na področju južnega in vzhodnega Balkana; področja, ki ga dobro poznajo.

Naj sklenem diplomsko delo z ugotovitvijo, da se današnjim managerjem stalno zastavlja vprašanje: Prevzeti ali biti prevzet? In prav je tako. Le managerji, ki poleg organske rasti svojih družb nenehno iščejo priložnosti za eksterno rast s prevzemi, so lahko uspešni v poslovnem okolju globalne konkurenčnosti. Pri tem morajo biti zmeraj pozorni na obrambo svojih družb pred sovražnimi prevzemi.

## LITERATURA

- Bertoncel, Andrej. 2005. *Čas prevzemov: prevzeti ali biti prevzet: vodnik za uspešne prevzeme*. Ljubljana: GV Založba.
- Bešter, Janez. 1996. *Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- Bešter, Janez. 1999. *Razvoj trga kapitala v Sloveniji: prevzemi podjetij po privatizaciji*. Ljubljana: Central & Esteren European Privatization Network.
- Dubrovski, Drago. 2004. *Strateške poslovne in kapitalske povezave*. Koper: Fakulteta za management.
- European Commission. 2006. Mergers & Acquisitions note. *Directorate F, Economic Evaluation Service*, 3 (april 2006).
- Fingušt, Boris. 2002. *Izrazoslovje – ponudba za odkup*. [Http://www.relacije.com/clanek.php? niceid =izrazoslovje-8211-ponudba-za-odkup](http://www.relacije.com/clanek.php?niceid=izrazoslovje-8211-ponudba-za-odkup) (31. 10. 2007).
- Gaughan, Patric A. 2002. *Mergers, acquisitions and corporate restructurings*. New York: John Wiley&Sons.
- Kocbek, Marijan. 1997. *Zakon o prevzemih s komentarjem*. Ljubljana: GV Založba.
- Kocbek, Marijan. 2006. *Zakon o prevzemih (ZPre-1): uvodna pojasnila*. Ljubljana: GV Založba.
- Lahovnik, Matej. 2000. *Strateški dejavniki priključitev podjetij v državah v tranziciji*. Doktorska dizertacija, Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani.
- Lenart, Nastja. 2006. *Obramba družb pred prevzemom*. Diplomsko delo, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield in Jerffery F. Jaffe. 1993. *Corporate finance*. Boston: Irwin.
- Šarc Majdič, Stanka. 2007. *Prevzemi in prevzemne premije: teoretični in empirični vidiki*. Magistrsko delo, Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani.
- Samec, Nataša. 2001. *Obramba družb pred prevzemi: preventivni in kurativni obrambni mehanizmi*. Maribor: Studio Linea.
- Veselinovič, Draško. 2004. Slovenski finančni trg in EU. *Bančni vestnik*, 53, 81–87.
- Weston, J. Fred, A. Juan Siu, A. Brian Johnson. 2001. *Takeovers, restrucuturung and corporate governance*. Upper Saddle River (N. J.): Prentice Hall.

## VIRI

- Agencija za trg vrednostnih papirjev. B. l. *Ponudbe za odkup po zakonu o prevzemih*. [Http://www.a-tvp.si/content.asp?IDpm=43&ID=341](http://www.a-tvp.si/content.asp?IDpm=43&ID=341) (20. 6. 2007).
- Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES*. B. l. [Http://www.ius-software.si/EUII/Dokumenti/3/2004/32004L0025.htm](http://www.ius-software.si/EUII/Dokumenti/3/2004/32004L0025.htm) (31. 10. 2007).
- Grmek, Gregor. 2006. *Svetovne borze: Bayer dobil bitko za Schering*. [Http://www.finance.si/155604](http://www.finance.si/155604) (31. 10. 2007).

- Grmek, Gregor. 2006. *Svetovne borze: Bayer zaradi Scheringa krepi dobiček*. [Http://www.finance.si/161411](http://www.finance.si/161411) (31. 10. 2007).
- Grmek, Gregor. 2006. *Tuji trgi: Bayer navdušil z rezultatom*. [Http://www.finance.si/169185](http://www.finance.si/169185) (31. 10. 2007).
- Kačič, Matej. 2006. *Svetovne borze: Naftne žrtve dvigajo borzne tečaje*. [Http://www.finance.si/162858](http://www.finance.si/162858) (31. 10. 2007).
- Kačič, Matej. 2006. *Samo da ostane v družini*. [Http://www.finance.si/148591](http://www.finance.si/148591) (31. 10. 2007).
- Kačič, Matej. 2006. *Svetovne borze: Posredniki so tečaje odeli v zeleno*. [Http://www.finance.si/155698](http://www.finance.si/155698) (31. 10. 2007).
- Mencinger, Boštjan. 2006. *Svetovne borze: Špekulacije pognale Schering najvišje v zadnjih 14 letih*. [Http://www.finance.si/148524](http://www.finance.si/148524) (31. 10. 2007).
- Omanović, Haris. 2006. *Merck se je okreplil v tekmeču Scheringu*. [Http://www.finance.si/155433](http://www.finance.si/155433) (31. 10. 2007).
- Redakcija Financ. 2006. *Merck ponudil 14,6 milijarde evrov za Schering*. [Http://www.finance.si/147421](http://www.finance.si/147421) (31. 10. 2007).
- Redakcija Financ. 2006a. *Po prevzemu bo Bayer odpustil šest tisoč delavcev*. [Http://www.finance.si/148609](http://www.finance.si/148609) (31. 10. 2007).
- Sovdat, Petra. 2006. *Bayer z nasprotno ponudbo prevzema Schering*. [Http://www.finance.si/148733](http://www.finance.si/148733) (31. 10. 2007).
- STA. 2006. *Bayer ima v lasti 92,4 odstotka Scheringovih delnic*. [Http://www.finance.si/158021](http://www.finance.si/158021) (31. 10. 2007).
- STA. 2006a. *Bayer v drugem četrtletju z višjim dobičkom*. [Http://www.finance.si/161385](http://www.finance.si/161385) (31. 10. 2007).
- Turkovic, Zlatko. 2006. *Prihaja čas prevzemov in združitvev*. [Http://www.finance.si/147689](http://www.finance.si/147689) (31. 10. 2007).
- Velkavrh, Zala. 2007. *Bayerju se obrestuje nakup Scheringa*. [Http://www.finance.si/188273](http://www.finance.si/188273) (31. 10. 2007).
- Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1)*. 2006. [Http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlid=200642&stevilka=1799](http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlid=200642&stevilka=1799) (31. 10. 2007).
- Zakon o prevzemih (ZPre)*. 1997. [Http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlid=199747&stevilka=2504](http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlid=199747&stevilka=2504) (31. 10. 2007).
- Zakon o prevzemih (ZPre-1)*. 2006. [Http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlid=200679&stevilka=3446](http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlid=200679&stevilka=3446) (31. 10. 2007).