

UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE

Polonca Krejč
Mentor: prof. dr. Rado Bohinc

PRIMERJALNO PRAVNI VIDIKI PREVZEMOV
diplomsko delo

Ljubljana, 2003

KAZALO

1. UVOD	1
2. OPREDELITEV OSNOVNIH POJMOV	2
2.1. OPREDELITEV PREVZEMA	2
2.2. TEMELJNA NAČELA UREDITVE PREVZEMOV	4
2.3. RAZMERJE MED KONTROLO, UPRAVLJANJEM IN PREVZEMOM DELNIŠKE DRUŽBE.....	5
3. SLOVENSKI ZAKON O PREVZEMIH	7
3.1. SPLOŠNE DOLOČBE.....	7
3.2. JAVNA PONUDBA ZA ODKUP	7
3.3. POSTOPEK V ZVEZI S PONUDBO ZA ODKUP.....	10
3.4. SPREJEM PONUDBE.....	14
3.5. OMEJITVE DEJANJ UPRAVE CILJNE DRUŽBE	14
3.6. PREKLIC PONUDBE	15
3.7. IZID PONUDBE ZA ODKUP.....	15
3.8. KONKURENČNA PONUDBA ZA ODKUP.....	17
3.9. PREPOVEDI IN SANKCIJE ZA KRŠITVE.....	17
3.10. NADZOR NAD POTEKOM PONUDBE ZA ODKUP.....	18
3.11. OBVEŠČANJE AGENCIJE.....	19
3.12. PREVZEM PREKO POOBLAŠČENCA ALI SKUPNEGA DELOVANJA IN ZBIRANJA POOBLASTIL	19
3.13. OBVEŠČANJE O KVALIFICIRANEM DELEŽU	20
3.14. IZKLJUČITEV MANJŠINSKIH DELNIČARJEV	20
3.15. POSEBNE DOLOČBE ZA LASTNINSKO PREOBLIKOVANE DRUŽBE.....	21
4. MEDNARODNO PRAVNA UREDITEV PREVZEMOV	21
4.1. PRAVNA UREDITEV PREVZEMOV DRUŽB V ITALIJI	21
4.1.1. <i>Prostovoljna ponudba</i>	22
4.1.1.1. <i>Vsebina ponudbe</i>	22
4.1.1.2. <i>Postopek v zvezi s ponudbo</i>	23
4.1.1.3. <i>Obrambni mehanizmi pri prevzemih</i>	23
4.1.1.4. <i>Konkurenčna ponudba</i>	24
4.1.1.5. <i>Ponudba za prevzem lastnih delnic</i>	24
4.1.2. <i>Obvezna ponudba za prevzem</i>	24
4.1.2.1. <i>Sodelovanje več oseb pri prevzemu</i>	24
4.1.2.2. <i>Verižno načelo</i>	25
4.1.2.3. <i>Določitev nadomestila</i>	25
4.1.2.4. <i>Oprostitev dolžnosti izstavitve ponudbe za prevzem</i>	25
4.1.2.5. <i>Residualna ponudba za prevzem</i>	26
4.1.3. <i>Pooblaščenci</i>	26
4.2. PRAVNA UREDITEV PREVZEMOV DRUŽB V AVSTRIJI.....	26
4.2.1. <i>Struktura zakona</i>	27
4.2.2. <i>Splošna načela</i>	28
4.2.3. <i>Prostovoljna ponudba</i>	29
4.2.4. <i>Obvezna ponudba</i>	29
4.2.4.1. <i>Kontrolna udeležba</i>	30
4.2.4.2. <i>Skupno delovanje (acting in concert)</i>	31
4.2.4.3. <i>Določitev cene obvezne ponudbe</i>	31
4.2.4.4. <i>Sprejem ponudbe</i>	32
4.2.4.5. <i>Izjeme od dolžnosti izstavitve obvezne ponudbe za prevzem</i>	32
4.2.5. <i>Dolžnosti udeležencev po zakonu o prevzemih</i>	33
4.2.5.1. <i>Dolžnosti ponudnika za prevzem</i>	33
4.2.5.2. <i>Dolžnosti uprave ciljne družbe</i>	34
4.2.5.3. <i>Dolžnosti prevzemne komisije</i>	35
4.3. ZAKONSKA UREDITEV PREVZEMOV DRUŽB V VELIKI BRITANiji.....	35
4.3.1. <i>Temeljna načela urejanja prevzemov</i>	36
4.3.2. <i>Priprave na ponudbo</i>	37
4.3.3. <i>Prostovoljna ponudba</i>	37
4.3.4. <i>Obvezna ponudba</i>	38
4.3.4.1. <i>Vsebina ponudbe</i>	39

4.3.4.2.	<i>Sprejem ponudbe</i>	39
4.3.4.3.	<i>Obrambni mehanizmi</i>	40
4.3.5.	<i>Delna ponudba</i>	40
4.3.6.	<i>Javne ponudbe</i>	41
4.3.7.	<i>Sankcije in vloga nadzornih institucij</i>	41
4.3.8.	<i>Ustreznost Kodeksa v postopkih prevzemov</i>	41
4.4.	ZAKONSKA UREDITEV PREVZEMOV DRUŽB V NEMČIJI.....	42
4.4.1.	<i>Prostovoljna ponudba</i>	43
4.4.2.	<i>Obvezna ponudba</i>	43
4.4.2.1.	<i>Izjeme od obvezne ponudbe</i>	43
4.4.2.2.	<i>Obrambni mehanizmi</i>	44
4.4.3.	<i>Vloga nadzornih institucij</i>	44
4.5.	UREDITEV PREVZEMOV DRUŽB V EVROPSKI UNIJI.....	44
4.5.1.	<i>Institut ponudbe</i>	46
4.5.2.	<i>Obrambni mehanizmi</i>	47
4.5.3.	<i>Vloga države in nadzornih institucij</i>	48
4.5.4.	<i>Evropska delniška družba</i>	48
5.	PRIMERJALNA ANALIZA IN RAZISKOVALNI SKLEPI	50
5.1.	PRIMERJAVA PRAVNIH VIDIKOV PREVZEMOV.....	50
5.1.1.	<i>Institut prostovoljne ponudbe</i>	50
5.1.2.	<i>Institut cene</i>	50
5.1.3.	<i>Obrambni mehanizmi</i>	51
5.1.4.	<i>Konkurenčna ponudba</i>	51
5.1.5.	<i>Institut obvezne ponudbe</i>	52
5.1.6.	<i>Kontrolni delež</i>	52
5.1.7.	<i>Oprostitve obvezne ponudbe</i>	53
5.1.8.	<i>Institut utrjevanja kontrole</i>	54
5.1.9.	<i>Cilji zakonodaje na področju prevzemov</i>	54
5.2.	RAZISKOVALNI SKLEPI.....	55
6.	SEZNAM LITERATURE	56

1. UVOD

Prevzemi podjetij v času globalizacije pridobivajo na pomenu. Po končanem lastninskem preoblikovanju je število prevzemov v Sloveniji začelo naraščati, kar predstavlja dolgoročne posledice za gospodarski razvoj. Za Slovenijo je značilen relativno majhen in slabo razvit trg kapitala, specifičen strateški položaj države pri vključevanju v Evropsko unijo, model lastninjenja, pomanjkanje tradicije in neizkušenost investitorjev.

Raziskava prevzemov podjetij po privatizaciji v Sloveniji (Bešter:1999) je pokazala, da podjetja izbirajo prevzemne cilje med sorodnimi podjetji, ki so lahko tudi njihova neposredna konkurenca. Bistveno manj je vertikalnih prevzemov dobaviteljev ali pa kupcev. Najbolj uspešni, po izkušnjah v svetu, so ravno horizontalni prevzemi med konkurenčnimi podjetji. Razlogi so v dobrem medsebojnem poznavanju podjetij pred prevzemom ter programski, kadrovski, tehnološki in tržni skladnosti. Horizontalni prevzemi omogočajo visoko stopnjo uresničevanja poprevzemnih sinergij, ekonomij obsega in zniževanja stroškov. Motivi za prevzem so: povečanje tržnega deleža, doseganje sinergij in ekonomij obsega v poslovanju podjetja, vstop na nove trge, doseganje sinergij v finančni funkciji podjetja oziroma nižji stroški financiranja, vstop na nove tržne segmente oziroma produktna diverzifikacija, hitra rast podjetja, podcenjenost delnic določenega podjetja, zniževanje davčnih obveznosti, donosna uporaba presežnih denarnih tokov, predpostavka o boljšem poslovanju ciljnega podjetja ob zamenjavi managementa, visoko usposobljeni kadrovski viri ciljnega podjetja, želja po spremembah, novih izzivih in osebnem napredovanju, pridobitev koncesij, patentov, licenc in drugih pravic, špekulativni motivi.

Tema diplomske naloge je obsežna problematika prevzemov družb, s katero se ukvarja večina držav z razvitimi trgi vrednostnih papirjev. Namen naloge je prikaz in analiza zakonskega urejanja prevzemov v mednarodnem pravu, primerjava pravnih ureditev posameznih držav ter primerjava in usklajenost ureditev z mednarodnimi smernicami na tem področju. Cilj naloge je prikaz slovenske ureditve in usklajenosti ureditve s smernicami Evropske Unije. V moji obravnavi me podrobno zanima slovenski zakon o prevzemih in statusnopravni okviri, ki jih prevzemom postavlja slovenski pravni red. Primerjalno se bom ozrla na ureditev prevzemov družb v Italiji, Avstriji, Nemčiji, Veliki Britaniji in na globalni ravni Evropske Unije. Izpustila bom ekonomski vidik prevzemov in ukrepe vzpodbujanja in zaviranja prevzemov. Osredotočila sem bom na vsebino ureditev s primerjalno pravnega vidika.

Osnovna teza diplomske naloge: temeljno izhodišče urejanja prevzemov je enakopravno obravnavanje delničarjev.

Prva hipoteza naloge se glasi: slovenska ureditev prevzemov je celo v večji meri prilagojena smernicam Evropske Unije kot zakonodaja nekaterih drugih držav.

Druga hipoteza se glasi: slovenska ureditev bolj natančno in celoviteje ureja področje prevzemov kot večina tujih ureditev.

Analiza bo deskriptivne in eksplorativne narave. Skušala bom predstaviti subjektivno gledanje in razumevanje urejanja prevzemov na podlagi kvalitativne metode, ki upošteva načelo odprtosti.

2. OPREDELITEV OSNOVNIH POJMOV

2.1. Opredelitev prevzema

"Prevzem družbe se definira kot pridobitev deleža delnic določene delniške družbe (prevzete družbe), ki pridobitelju (prevzemniku) zagotavlja zadosten delež glasovalnih pravic (kontrolni delež), da lahko z uresničevanjem upravljalških upravičenj iz kontrolnega deleža delnic vpliva na poslovanje družbe in sprejemanje odločitev na skupščini delničarjev." (Kocbek, 2002:373)

Prevzemnik lahko kontrolni delež pridobi na različne načine. Prevzem z odkupom obsega odkup delnic od dosedanjih imetnikov. Prevzem z dokapitalizacijo zajema nakup ustreznega števila na novo izdanih delnic v postopku povečanja osnovnega kapitala z novimi vložki. O prevzemu z združitvijo oziroma razdružitvijo družb pa govorimo, če prevzemnik zaradi združitve oziroma razdružitve pridobi kontrolni delež v dosedanji družbi (pripojitev) oziroma družbi, ki zaradi spojitve oziroma razdružitve nastane.

Prevzemna zakonodaja ureja prevzem javnih delniških družb, z delnicami katerih se trguje na organiziranih trgih vrednostnih papirjev, ki jih regulirajo in nadzorujejo posebne nadzorne institucije in katerih delnice so neposredno ali posredno dostopne javnosti. Pojem javne delniške družbe se pri nas nanaša na delniško družbo, ki je izdala svoje delnice po postopku javne ponudbe oziroma pridobila dovoljenje za njihovo nadaljnjo prodajo (glej Plavšak, 1997:59). Manjšinski delničarji nimajo možnosti izstopa iz družbe na način, da bi zahtevali od družbe odkup njihovih delnic oziroma da bi delnice vrnil družbi in zahtevali vračilo zneska, ki so ga plačali za delnico. Takšne so možnosti izstopa oziroma odpovedi družbene pogodbe pri osebnih družbah in družbi z omejeno odgovornostjo. Pri delniški družbi lahko delničar izstopi iz družbe s prodajo delnic, kar je odvisno od

povpraševanja na trgu. S prenosom delnic prenehajo delničarju članske pravice v družbi. Delničar ne more izposlovati prenehanja delniške družbe in prek likvidacijskega postopka doseči povrnitve svoje naložbe v delnico.

Mednarodno uveljavljeni pojmi takeovers, mergers, acquisitions in amalgamations so ena osrednjih tem v pravni literaturi, predmet mednarodnih raziskav ter normativnega urejanja na ravni zakonodaj posameznih držav, meddržavnega urejanja in avtonomnega urejanja samoregulativnih teles. Prevzemi in združitve so v mednarodni praksi tesno povezani, vendar sama združitev prevzetega podjetja s prevzemnikom ni nujno element samega prevzema. Prevzem družbe pomeni nakup deleža delnic, ki prevzemniku omogoča preko skupščine delničarjev vplivati na odločitve glede vodenja družbe in ni nujno, da prevzeto družbo pripoji prevzemni družbi ali drugi družbi v lasti prevzemnika.¹ Združitev pomeni tudi prevzem družbe, če zaradi združitve posamezna oseba pridobi kontrolni delež v prevzemni (pri pripojitvi) oziroma v na novo nastali (pri spojitvi) družbi. Prevzemi se povezujejo z združitvami, pripojitvami in načinom pridobivanja svežnja delnic. Bistvena razlika med prevzemom in združitvijo je v tem, da pri prevzemu kontrola v družbi pripade prevzemniku, pri združitvi pa vsi delničarji ali vsaj večina ohranijo status delničarja v novi družbi. Problematika prevzemov je interdisciplinarna, spada v pravo vrednostnih papirjev v povezavi z delniškim pravom oziroma statusno korporacijskim pravom. Združitve podjetij pa praviloma ureja statusno korporacijska zakonodaja.²

V ospredju je vprašanje pregledne ureditve trga vrednostnih papirjev in delovanja delniške družbe same, ne gre pa za normiranje ekonomskih vprašanj in ekonomske politike. Pomembno je razmerje med večino in manjšino ter med večino in manjšino v razmerju do uprave družbe. Predmet varstva oziroma osnovno izhodišče je enakopravno obravnavanje delničarjev, poudarek je na varovanju manjšinskih delničarjev, preprečevanju zlorab in nelojalnih ukrepov uprave delniške družbe na škodo delničarjev in družbe same, prepovedi zlorabljanja notranjih informacij in poštenem trgovanju z delnicami. Postavlja se diskusija, kaj mora in lahko pri prevzemih država uredi z zakonom oziroma podzakonskimi predpisi ter v kolikšni meri je lahko prepuščeno trgu in kakšni so pri tem ukrepi državnih organov ter javnih avtonomnih institucij. Prevzemi podjetij spadajo v pravo vrednostnih papirjev in so povezani z delniškim pravom oziroma statusnim korporacijskim pravom. V primerjalnih

¹ Način prevzema, ki je poznan v mednarodni praksi je ustanovitev prevzemne družbe, ki se financira z visoko rizičnimi obveznicami (jungbonds), ki so tudi vir za financiranje prevzema. Po uspešnem prevzemu se prevzeta družba pripoji prevzemni družbi, ki investitorjem zagotavlja varščino njihove investicije v obliki hipoteke ali zastave vrednostnih papirjev prevzemne družbe.

² glej podrobneje Kocbek M., Mednarodnopravna ureditev prevzemov podjetij, Podjetje in delo 4/1995, str. 383.

zakonodajah oziroma pravnih ureditvah je to urejeno v okviru statusnega prava in delno prava vrednostnih papirjev.

Kapitalski prevzemi podjetij se spodbujajo s pravnimi in ekonomskimi ukrepi, v Evropski uniji tudi kot element skupnega trga in prostega pretoka kapitala. Zakonodaja želi zaščititi le manjšinske delničarje, male investitorje in s preglednim postopkom zagotoviti dolgoročno delovanje trga vrednostnih papirjev oziroma kapitala.

Pomembno je kdo ima kontrolo v podjetju oziroma kakšna je kapitalska večina, ki omogoča odločilen vpliv na vodenje podjetja. Nadaljnje pridobivanje delnic in s tem spreminjanje lastniške sestave je bilo potrebno regulirati. Slovenija je po vzoru tujih pravnih ureditev leta 1997 sprejela posebno zakonodajo o prevzemih.

2.2. Temeljna načela ureditve prevzemov

Ureditve prevzemov izhajajo iz štirih glavnih načel:

- enako obravnavanje vseh delničarjev in zagotovitev varstva manjšinskih delničarjev;
- zaveza za prevzem kontrolnega delničarja (če velikost kontrolnega delničarja preseže z zakonom določen prag);
- dolžnost pravočasnega razkritja podatkov;
- omejitev nezakonitih obrambnih dejanj, ki bi preprečevala prevzem.

Načelo enakega obravnavanja vseh delničarjev pomeni, da mora biti pri prevzemu odkup delnic ponujen vsem delničarjem določene družbe pod enakimi pogoji (cena, rok za sprejem, pogoji,...) Vse potrebne informacije za odločitev morajo biti na voljo vsem delničarjem, in ne le notranjim delničarjem, ki so navadno večinski delničarji s svojimi predstavniki v nadzornih svetih družb. Cilj načela je zavarovanje manjšinskih delničarjev oziroma preprečitev ponudbe kontrolne premije pri plačilu delnic le delničarjem z večinskim deležem.

Oseba oziroma povezana skupina oseb, ki skupaj delujejo in ima v lasti več kot z zakonom določen najmanjši odstotek delnic posamezne družbe, ki ji zagotavljajo pravico do upravljanja oziroma glasovanja, je zavezana dati ponudbo za odkup delnic vsem drugim delničarjem pod enakimi pogoji, kar imenujemo mandatory bid oziroma obvezna ponudba za prevzem. Načelo zaveze za prevzem je bistveni pogoj za varstvo investitorjev oziroma manjšinskih ali nekontrolnih delničarjev. Manjšinski delničarji imajo možnost odtujiti delnice hkrati z delničarji, ki imajo kontrolni delež. To načelo je tesno

povezano z načelom enakega obravnavanja vseh delničarjev, predvsem glede cene, po kateri bo prevzemnik odkupil delnice. Načelo zaveze za ponudbo za prevzem preprečuje, da bi bil večinski delničar kot prodajalec privilegiran pri pridobitvi kontrolne premije nad tržno ceno.

Zagotovitev načela obveznega razkritja podatkov je pomembna predvsem zaradi preprečitve nastanka tako imenovane informacijske nesimetrije na trgu vrednostnih papirjev in s tem zmanjšanja učinkovitosti samega trga in preprečitve oziroma zmanjšanje možnosti trgovanja na podlagi notranjih informacij. Vsem delničarjem morajo biti zagotovljene enake in vse potrebne informacije, za pomoč pri odločanju za prodajo svojih delnic prevzemniku.

Načelo omejevanja nezakonitih obrambnih dejanj ima namen preprečiti upravi ciljne družbe določene posle ali dejanja zunaj obsega normalnega poslovanja družbe, ki imajo edini namen ovirati postopek ponudbe za prevzem. Cilj je preprečiti manipuliranje z manjšinskimi delničarji in zagotovitev objektivnih okoliščin za sprejem ali zavrnitev ponudbe za odkup njihovih delnic. Interesi uprave oziroma managementa družbe so pri spremembi kontrolnega lastnika družbe (še posebej, če prevzemnik pridobi takšen delež, da ima prek nadzornega sveta ali neposredno možnost imenovati nove člane uprave) v mnogočem drugačni od interesov delničarjev. Omejiti je potrebno dejanja, ki imajo sicer namen ohraniti obstoječega kontrolnega lastnika, vendar le iz subjektivnih razlogov (osebni finančni interes, ugled). Temeljno vodilo pri upoštevanju tega načela je, da je delniška družba v lasti vseh delničarjev in le ti lahko dokončno odločajo o prihodnosti družbe. Obrambna dejanja morajo biti dovoljena le s soglasjem skupščine delničarjev.

Cilj zakonodaje o prevzemih je zagotoviti delničarjem podatke, ki so pomembni za pravilno odločitev glede sprejetja ponudbe za prevzem, vzpostaviti osnovno pravičnost in pravno varnost pri transakcijah v zvezi s prevzemom družbe, zagotoviti relativno pošteno ceno za odkup delnic ter preprečiti nekompetentnemu managementu družb, da bi varoval lastne interese v škodo interesov delničarjev. Ti cilji se nanašajo predvsem na manjšinske delničarje, ki v nasprotju z delničarji s pomembnimi deleži oziroma institucionalnimi delničarji nimajo dovolj potrebnega finančnega in pravnega znanja, predvsem pa ne dovolj velikih deležev, da bi lahko vplivali na dogajanje pri prevzemu oziroma spremembi večinskih lastnikov delniške družbe.

2.3. Razmerje med kontrolo, upravljanjem in prevzemom delniške družbe

Kontrola družbe predstavlja izvrševanje upravičenj, ki izhajajo iz kapitalskega deleža, imetništva delnic, tudi s pomočjo drugih pravnih institutov (delniški sporazumi, glasovanje po pooblaščenih) in

se uresničuje skozi vse organe v upravljalni strukturi družbe, vključno prek skupščine, nadzornega sveta in uprave. Cilj prevzemnika je prevzeti tolikšen kapitalski delež, ki mu zagotavlja kontrolo te družbe in s tem torej na podlagi upravičenj in kontrolnega deleža odločilen vpliv na vodenje družbe tako na skupščini družbe kot tudi pri dnevnem vodenju s strani uprave (Kocbek, 1999:206).

Z navadno večino oziroma 51-odstotnim kapitalskim deležem si delničar-ji zagotovijo relativno kontrolo v družbi, sprejem sklepov skupščine, ki ne pomenijo t.i. izrednih zadev (izvolitev nadzornega sveta, odločitev o delitvi dobička za izplačilo dividend, razporeditev v rezerve ali nerazporejen dobiček, sprejem poslovnega poročila, imenovanje revizorja). Absolutno kontrolo pa si prevzemnik zagotovi s kvalificirano kapitalsko večino najmanj treh četrtin delnic glede na osnovni kapital. Prevzemniku omogoča sprejemanje odločitev na skupščini, ki presegajo okvire rednega poslovanja družbe (izdajanje in spreminjanje delnic, povečanje in zmanjšanje osnovnega kapitala, spreminjanje statuta družbe, odločanje o preoblikovanju, združevanju ali prenehanju družbe, razrešitev člana nadzornega sveta). Razlikovanje med relativno in absolutno kontrolo je za prevzemnika zelo pomembno, ker je od pridobitve kontrole odvisna uresničitev odločitev preko upravljalkega mehanizma.

Prevzemnik mora dati javno ponudbo za odkup vseh delnic, ko pridobiva kontrolo, pri čemer slovenski zakon o prevzemih določa prag, to je ob imetništvu odstotka delnic in drugih vrednostnih papirjev, in sicer v višini 25 odstotnega deleža glasovalnih pravic v družbi. V razpravi o sprejemanju zakona je bilo precej razpravljanja o tem pragu (threshold), ki povzroči obveznost za izstavitve javne ponudbe. Formalno sicer pomeni večinski delež v delniški družbi imetništvo več kot 50 odstotkov delnic s pravico glasovanja, ki omogoča "kontrolo" nad družbo, s katero zagotavlja odločilni vpliv na vodenje dnevnih poslov. Vendar pri razpršenem lastništvu kontrolni delež ne pomeni le večinskega deleža, temveč je mogoče obvladati upravljanje družbe z bistveno manjšim lastniškim deležem (Premk, 1997:24).³

Če je namen prevzema združitev s ciljno družbo, potrebuje prevzemnik za to posebej kvalificirano kapitalsko večino, ob obstoju več razredov delnic pa tudi njihovo soglasje. Pri razlikovanju med kontrolo nad premoženjem družbe in kontrolo nad samo družbo naletimo na opredelitve različnih vrst oziroma tipov kontrol. Celotna lastniška kontrola predstavlja 100-odstotni delež osnovnega kapitala.

³ V osnovnem predlogu je bil spodnji prag 25 odstotkov, ki ga je nato vlada z amandmajem k drugem branju povečala na 33 odstotkov, enako kot je bilo določeno v drugem osnutku direktive Evropske Unije (Article 4 - 1/3); vendar je bil dokončno po tretjem branju sprejet predlog 25% (Kocbek, 1999:219).

Manjšinska oziroma učinkovita kontrola (kapitalski delež v višini 30 odstotkov ali manj) je glede na veliko razpršenost preostalih delnic na številne delničarje in z vključitvijo zbiranja pooblastil v praksi zelo učinkovita. Predpostavljena kontrola je zakonsko predpostavljena kontrola ob imetništvu določenega števila delnic z glasovalno pravico za namene uporabe institucije prevzema družbe, ne glede ali ta posest dejansko zagotavlja kontrolo. Managerska nekapitalska kontrola je v rokah managementa glede na dejansko moč v družbi in ob volilni abstinenci delničarjev.

3. SLOVENSKI ZAKON O PREVZEMIH

3.1. Splošne določbe

Zakon o prevzemih (v nad. ZPre)⁴ ureja prevzem javne delniške družbe, z odkupom delnic od dosedanjih imetnikov in pridobitvijo delnic v postopku povečanja osnovnega kapitala. Javna delniška družba je družba, ki je izdala delnice po postopku javne ponudbe in pridobila dovoljenje za njihovo nadaljnjo javno prodajo vnaprej neznanemu krogu vlagateljev. Po našem pravu je delniška družba odprta družba. Edina omejitev prenosljivosti je vinkulacija delnice, ki je mogoča le pri imenskih delnicah in je za veljavnost prenosa potrebno pridobiti dovoljenje družbe. Trg vrednostnih papirjev skuša zagotavljati čim večjo likvidnost naložb v vrednostne papirje s tem, da omogoča koncentracijo ponudbe in povpraševanja na enem mestu, varnost pri izpolnitvi obveznosti iz pogodb, preglednost trgovanja in javno dostopnost podatkov o pravnem in finančnem položaju izdajatelja vrednostnih papirjev. Določbe ZPre veljajo za redne in privatizacijske delnice⁵ javnih delniških družb in privatizacijske delnice večjih nejavnih delniških družb, glede na število delničarjev in višino osnovnega kapitala. Nadzor nad upravljanjem delniške družbe zagotavljajo samo delnice z glasovalno pravico. Obveznost javne ponudbe za odkup nastane v primeru pridobitve deleža delnic ciljne družbe, ki imetniku zagotavljajo več kot 25 odstotkov glasovalnih pravic. ZPre določa javno objavo vseh dejstev in okoliščin ponudbe v dnevniku, ki izhaja na celotnem področju Republike Slovenije.

3.2. Javna ponudba za odkup

V skladu z ZPre mora oseba, ki že ima sveženj delnic, ki ji zagotavljajo 25 odstotkov glasovalnih pravic, vse nadaljnje odkupe opraviti na podlagi javne ponudbe za odkup (4. člen ZPre). Javno

⁴ Zakon o prevzemih, Uradni list RS, št. 47/97, z dne 01.08.1997.

⁵ Privatizacijske delnice so delnice, ki so bile pridobljene v obliki delavskega odkupa in razdelitve delnic zaposlenim in državljanom prek certifikatov in vmesnih investicijskih družb. Privatizacija predstavlja odpravo družbene lastnine in nastanek množice lastniških vrednostnih papirjev.

ponudbo za odkup pa lahko opravi tudi oseba, ki v času ponudbe še ni pridobila takšnega svežnja delnic, t.i. prostovoljna ponudba za odkup (5. člen ZPre). Pri ugotavljanju deleža glasovalnih pravic prevzemnika se upoštevajo delnice z glasovalno pravico, katerih imetnik je prevzemnik sam, ki jih je pridobila tretja oseba v svojem imenu in za račun prevzemnika, ki pripadajo od prevzemnika posredno ali neposredno odvisni ali obvladujoči družbi in enostranska oblikovalna upravičenja, z uresničitvijo katerih lahko prevzemnik pridobi delnice z glasovalno pravico. Obveznost izstavitve javne ponudbe za odkup nastane tudi v primeru, ko prevzemnik po končani ponudbi za odkup poleg že pridobljenih delnic po ponudbi, pridobi sveženj delnic, ki mu zagotavljajo dodatnih 5 odstotkov glasovalnih pravic in želi še naprej pridobivati delnice ciljne družbe. Obveznost vnovične javne ponudbe za odkup preneha, če prevzemnik pridobi najmanj 45 odstotkov glasovalnih pravic. Nadaljnjih 5 odstotkov lahko prevzemnik pridobi brez javne ponudbe za odkup. Prevzem je končan, ko prevzemnik pridobi najmanj 50 odstotkov.

Ponudba za odkup je v skladu s prvim odstavkom 7. člena ZPre javno objavljen predlog za sklenitev pogodbe o prodaji vrednostnih papirjev. Ponudnika veže do izteka roka za sprejem ponudbe. Ponudba se mora glasiti na vse delnice z glasovalno pravico cilje družbe in vrednostne papirje ciljne družbe, v katerih je inkorporirana opcija do njihove zamenjave za delnice z glasovalno pravico oziroma do nakupa takšnih delnic. V primeru, da je ponudnik pridobil 10 odstotkov glasovalnih pravic v zadnjih šestih mesecih pred objavo ponudbe za odkup, mora v ponudbi ponuditi ceno najmanj v višini najvišje cene, ki jo je za odkup plačal imetnikom vrednostnih papirjev, od katerih je pridobil vrednostne papirje v zadnjih 6 mesecih. Ponudnik, ki je prag 25 odstotkov presegel v nasprotju z ZPre, mora v ponudbi ponuditi najvišjo ceno, ki jo je plačal za pridobitev vrednostnih papirjev po tem, ko je pridobil kontrolno udeležbo. V obeh primerih ponudnik nima pravice ponuditi nadomestnih vrednostnih papirjev.

Ponudba za odkup je lahko v denarju ali v nadomestnih vrednostnih papirjih (8. člen ZPre). Nadomestni vrednostni papirji so lahko ponujeni v obliki nadomestne ponudbe, pri kateri ponudnik v zamenjavo za vrednostne papirje delničarjem ponudi nadomestne vrednostne papirje, kombinirane ponudbe, kjer je izplačilo dela cene v denarju in drugega dela v nadomestnih vrednostnih papirjih ali alternativne ponudbe, ki predvideva možnost izplačila celotne cene v denarju ali v nadomestnih vrednostnih papirjih, po izbiri naslovnika. Alternativna ponudba je lahko oblikovana hkrati s kombinirano. Imetnikom, ki nimajo zadostnega števila vrednostnih papirjev, da bi lahko sprejeli celotno ponujeno ceno v nadomestnih vrednostnih papirjih, mora ponudnik ponuditi izplačilo cene za presežni del vrednostnih papirjev v denarju. Za nadomestne papirje se štejejo že izdane delnice

oziroma obveznice, če se z njimi trguje v borzni kotaciji in zaradi prevzema na novo izdane delnice oziroma obveznice. O izdaji novih vrednostnih papirjev odloča skupščina ponudnika s sklepom o pogojnem povečanju osnovnega kapitala zaradi izvedbe prevzema. Pred samo izdajo mora uprava ponudnika vložiti predlog za vpis sklepa v sodni register. V primeru uspešne ponudbe mora ponudnik, v roku 3 dni po vpisu sklepa v sodni register, izdati klirinško depotni družbi nalog za sočasno izdajo novih nadomestnih delnic. V enem mesecu po izdaji je potrebno vložiti predlog za vpis povečanja osnovnega kapitala v sodni register, ki ima zgolj deklaratorni učinek.

Obvezne sestavine ponudbe za odkup so vrednostni papirji, na katere se nanaša ponudba, cena, po kateri se ponudnik zavezuje odkupiti vrednostne papirje, natančno določen rok za izplačilo in datum začetka in konca roka za sprejem ponudbe (11. člen ZPre). V primeru ponudbe nadomestnih vrednostnih papirjev mora ponudba vsebovati tudi natančno določeno menjalno razmerje, vrsto, razred ter zadnjo tržno ceno nadomestnih papirjev pred objavo ponudbe. V ponudbi za odkup je lahko določen najmanjši delež glasovalnih pravic, ki ga ponudnik pridobi, kot pogoj za uspešnost ponudbe. Takšna ponudba za odkup je dana pod odložnim pogojem. "Odložni pogoj se uresniči, ko ponudbo sprejme toliko imetnikov vrednostnih papirjev, ki so predmet odkupa, da s tem ponudnik pridobi delež glasovalnih pravic, katerega pridobitev je v ponudbi določil kot pogoj za veljavnost ponudbe (prag uspešnosti ponudbe)." (Plavšak, 1997:85). Z uresnitvijo odložnega pogoja se rok za sprejem ponudbe podaljša za 14 dni.

Izjeme od obvezne ponudbe za prevzem so pridobitev vrednostnih papirjev na podlagi neodplačnega posla med fizičnimi osebami (darila, dednopravne pogodbe), pridobitev vrednostnih papirjev pri izvedbi združitve ali razdružitve delniške družbe v zamenjavo za vrednostne papirje pravne osebe, ki je zaradi združitve ali razdružitve prenehala in pridobitev 45 odstotkov glasovalnih pravic na podlagi že izvedene ponudbe za odkup (13. člen ZPre).

Ponudbo za odkup mora v imenu in za račun ponudnika dati banka ali borzno posredniška družba, ki se s pogodbo zaveže, da bo v imenu in za račun ponudnika opravila vsa pravna dejanja in druge posle, potrebne za izvedbo ponudbe (priprava ponudbe za odkup in objava, priprava prospekta in njegova objava, vložitev zahteve za izdajo dovoljenja za ponudbo, sprejemanje pisnih izjav imetnikov o sprejemu ponudbe, objava izida). Storitve mora opravljati s profesionalno skrbnostjo, v vsem paziti na interese ponudnika in mu ustrezno svetovati.

3.3. Postopek v zvezi s ponudbo za odkup

Postopek se začne z namero za prevzem in obvestilom o nameri. Ponudnik mora pred ponudbo za odkup o svoji nameri obvestiti ciljno družbo, Agencijo za trg vrednostnih papirjev (ATVP) in Urad RS za varstvo konkurence (15. člen ZPre). Formalna namera za prevzem nastane s sklepom uprave, ki je znan ožjemu krogu ljudi in se šteje za poslovno skrivnost in pomembno notranjo informacijo. Po javni objavi namere za prevzem cena delnic bistveno naraste, zaradi kontrolne premije, ki je vključena v ceno. Pred javno objavo bi lahko na podlagi notranjih informacij kupovali delnice bistveno ceneje in jih potem prodali neposredno prevzemniku ali trgu, zato je nujno potrebno vzpostaviti nadzor nad trgovanjem na podlagi notranjih informacij. Nastanek trdne namere za odkup se presoja po nastanku in določni izjavi volje določene osebe za prevzem in javno objavo ponudbe za odkup vseh delnic ciljne družbe. Pravne posledice so notifikacijska dolžnost in začetek teka rokov v skladu z ZPre. Ponudnik sam ali pooblaščen tretja oseba, borzno posredniška družba ali banka, v njegovem imenu in za njegov račun obvesti agencijo, urad za varstvo konkurence ter upravo ciljne družbe o nameravani ponudbi za odkup. Za zavezanca za ponudbo nastane dolžnost obveščanja s trenutkom, ko je izvedel ali bi moral izvedeti o pridobitvi več kot 25 odstotkov glasovnega kapitala ciljne družbe.

Uprava ciljne družbe je dolžna v dveh dneh od začetka dogovorov ali pogajanj s potencialnim prevzemnikom obvestiti ATVP. Agencija ima pooblastilo, da zahteva določno izjavo o nameravani ponudbi za odkup, ko je iz določenih okoliščin in ravnanj razvidno, da se določena oseba pripravlja na prevzem. Kadar med dvema družbama obstaja dogovor o prevzemu, če je cena vrednostnega papirja na trgu bistveno narasla in določena cena v ponudbi za odkup so dejstva, ki v roku 24 ur zahtevajo od ciljne družbe izjavo o seznanjenosti z nameravano ponudbo za odkup. Po sporočeni nameri za odkup, mora ponudnik v 30 dneh skupaj s prospektom dati ponudbo za odkup vrednostnih papirjev ciljne družbe. V tem roku lahko brez soglasja agencije namero za ponudbo prekliče s posledico, da eno leto od odstopa ne sme dati nove ponudbe za odkup nobenih vrednostnih papirjev in ne le vrednostnih papirjev, na katere se je prvotna namera za odkup nanašala. V primeru, da ponudnik dokaže odstop od namere zaradi nastanka spremenjenih okoliščin in pridobi soglasje agencije za odstop, lahko izstavi novo ponudbo za odkup pred iztekom enoletnega roka. Odstopno izjavo z navedbo pridobitve soglasja agencije je potrebno javno objaviti.

Prospekt je osnovni dokument, ki zagotavlja informacije v zvezi s prevzemom vsem imetnikom vrednostnih papirjev, hkrati in pravočasno. V prospektu morajo biti navedena vsa dejstva in podatki, ki so pomembni za oblikovanje odločitve o prodaji delnic. Podrobnejšo vsebino s sklepom določi

ATVP. Javno objavljen je lahko le izvleček iz prospekta, ki omogoča pregledno seznanitev z osnovnimi podatki iz prospekta. Rok za objavo je 30 dni po obvestilu o nameri za ponudbo (19. člen ZPre). V primeru, da prospekt vsebuje neresnične podatke ali v njem niso navedeni bistveni podatki, ki bi lahko vplivali na odločitev imetnikov glede sprejema ponudbe, lahko imetnik vrednostnih papirjev zahteva povračilo povzročene škode. Pogoji so izpolnjene predpostavke odškodninske odgovornosti: protipravnost (škoda izvira iz nedopustnega ravnanja), škoda (dejansko nastala premoženjska škoda), vzročna zveza (domneva o vzročni zvezi med napačnimi ali pomanjkljivimi podatki v prospektu in nastalo škodo) in krivda (subjektivna ali krivdna odgovornost pripravljalcev prospekta za odkup). 20. člen ZPre določa solidarno odgovornost vseh oseb, vključenih v pripravo prospekta, ne glede na resničnega povzročitelja. ATVP ni odgovorna za resničnost ali popolnost podatkov in ne presoja finančnih in ekonomskih pogojev ponudbe.

Ponudnik ima možnost zvišati ceno v ponudbi in spremeniti menjalno razmerje, drugih pogojev ponudbe pa ne sme spreminjati. 22. člen ZPre določa, da v primeru nove spremenjene ponudbe za odkup ni potrebno novo dovoljenje ATVP, temveč je treba agencijo le obvestiti o spremembi. Ponudnik je zavezan objaviti novo ponudbo za odkup na enak način, kot je bila objavljena prvotna ponudba, najkasneje 7 dni pred iztekom roka za sprejem. Najdaljši dopusten rok za sprejem je 60 dni od objave prospekta, ki pa se lahko s spremembo ponudbe podaljša za 7 dni. Imetniki vrednostnih papirjev, ki so že sprejeli prvotno ponudbo imajo možnost odstopiti od prej sklenjene ponudbe in hkrati sprejeti novo, tudi z drugačno količino vrednostnih papirjev, ali pa ohraniti sklenjeno pogodbo na podlagi že sprejete ponudbe. Če gre za ponudbo z nadomestnimi vrednostnimi papirji, mora ponudnik v skladu s spremenjenimi pogoji pri klirinško depotni družbi deponirati dodatne vrednostne papirje z vknjižbo prepovedi razpolaganja ali položiti dodatni depozit, lahko tudi bančno garancijo za izpolnitev razlike med staro in novo ceno.

ATVP pri opravljanju funkcij in pristojnosti deluje z namenom zagotavljanja stabilnosti in zanesljivosti delovanja trga vrednostnih papirjev in zaupanja investitorjev v trg. Temeljna naloga agencije je zagotoviti, da izdajatelj vrednostnih papirjev objavi vse podatke, ki so pomembni za vlagatelje, da lahko ocenijo donos in tveganje povezano z naložbo v vrednostni papir. Pristojnost ima v odločanju o zahtevi za izdajo dovoljenja za ponudbo za odkup. Dovoljenje izda, ko ugotovi, da je prospekt za odkup sestavljen v skladu z 19. členom ZPre, da je vsebina ponudbe v skladu z zakonom in ob ponudnikovi izpolnitvi vseh predpisanih obveznosti pred objavo ponudbe za odkup. Ponudnik mora v primeru, da je o ponudbi za odkup obvestil Urad za varstvo konkurence, zahtevi za izdajo dovoljenja priložiti tudi potrdilo Urada o vložitvi obvestila. Objavi se lahko le ponudba za odkup in

prospekt oziroma njegov izvleček, za katere je ATVP dala dovoljenje. Izvleček mora biti objavljen skupaj s ponudbo za odkup v istem časopisju, najkasneje v 30 dneh po oddaji obvestila o nameri za ponudbo. Imetnikov vrednostnih papirjev je celotno besedilo prospekta brezplačno na vpogled pri pooblaščenih udeležencih trga vrednostnih papirjev. Pravico do obveščeniosti in podajanja mnenj in predlogov, s pravico odgovora nanje, imajo vsi delavci ciljne družbe. Uprava ciljne družbe mora delavce prek sveta delavcev, zbora delavcev ali predstavnikov delavcev v nadzornem svetu družbe seznaniti predvsem z določbami prospekta, ki opredeljujejo nameravan način upravljanja prevzete družbe, politiko zaposlovanja, prestrukturiranje ter spremembe statuta.

Uprava ciljne družbe mora objaviti svoje mnenje glede ponudbe za odkup z razlago, najkasneje deset dni po objavi prospekta za odkup (25. in 26. člen ZPre). V mnenje je potrebno vključiti priporočilo finančnega svetovalca uprave ali ga na enak način objaviti ločeno. Mnenju mora biti priloženo tudi zadnje revidirano letno poročilo ciljne družbe z navedbo zadnje knjigovodske vrednosti delnic na dan objave ponudbe. Člani uprave ciljne družbe morajo v mnenju jasno povedati, ali bodo sprejeli ponudbo za odkup in priporočiti delničarjem, kakšna naj bo njihova odločitev glede sprejema ponudbe. Navesti je potrebno obstoj sporazuma med ponudnikom in upravo družbe (če je ponudnik uprava ciljne družbe govorimo o management by-out) in način uresničevanja glasovalne pravice iz vrednostnih papirjev v lasti ponudnika.

ZPre v 27. členu določa časovni okvir sprejema ponudbe, ki ne sme biti krajši od 28 dni in daljši od 60 dni, šteto od dneva prve objave prospekta in ponudbe za odkup v dnevem časopisju. Rok se lahko podaljša za 7 dni, če ponudnik med trajanjem ponudbe spremeni ponudbo za odkup v skladu z 22. členom, za 14 dni, če je dosežen prag uspešnosti in do izteka roka za sprejem konkurenčne ponudbe za odkup.

Ponudnik mora s klirinško depotno družbo (KDD) skleniti pogodbo o storitvah v zvezi s prevzemom, katere predmet so pravna in druga dejanja, povezana z izpolnitvijo obveznosti nastalih iz pogodbe o odkupu, v imenu in za račun ponudnika in imetnikov vrednostnih papirjev, ki so sprejeli ponudbo. KDD skrbi za sprejem denarnega zneska, sprejem deponiranih obstoječih vrednostnih papirjev skupaj z vknjižbo prepovedi razpolaganja, sprejem dodatnega denarnega zneska, vodenje posebnega računa vrednostnih papirjev, ki so deponirani na podlagi sprejema ponudbe in vknjižbo prepovedi razpolaganja, za izplačilo prevzemne cene za delnice, prenos obstoječih nadomestnih vrednostnih papirjev na račune imetnikov, ki so sprejeli ponudbo, izdajo novih nadomestnih papirjev in njihovo vknjižbo na račune imetnikov ter za prenos vrednostnih papirjev imetnikov na račun

ponudnika. Kadar je ponudba za odkup neuspešna, KDD poskrbi za vrnitev deponiranih vrednostnih papirjev imetnikom in deponiranega denarnega zneska oziroma bančne garancije ter deponiranih nadomestnih vrednostnih papirjev ponudniku. Skrbi tudi za izračune dodatnih vplačil ponudnika. Zagotoviti je potrebno pravno varnost imetnikom vrednostnih papirjev s plačilom za vrednostne papirje in ponudniku s preknjižbo vrednostnih papirjev na njegov račun. Sočasna izpolnitev obveznosti in pravna varnost sta temelj ureditve trga vrednostnih papirjev. Ponudnik mora pred prvo objavo ponudbe za odkup, na poseben račun KDD pri Banki Slovenije, nakazati celotno kupnino za vrednostne papirje, na katere se nanaša ponudba oziroma izročiti bančno garancijo za izpolnitev denarne obveznosti plačila kupnine. Pri nadomestni ponudbi mora ponudnik pri KDD deponirati celotno količino nadomestnih vrednostnih papirjev, pri kombinirani ponudbi mora hkrati deponirati tudi celotno količino denarja za izplačilo dela cene v ponudbi, pri alternativni ponudbi mora hkrati deponirati vrednostne papirje in denar, ki je potreben za izpolnitev obveznosti vsem imetnikom, pri alternativni ponudbi, oblikovani sočasno s kombinirano ponudbo pa je ponudnik zavezan deponirati celotno količino nadomestnih vrednostnih papirjev in denarja, za del z možnostjo izbire in celotno količino nadomestnih vrednostnih papirjev in denarja, ustrezno ponudbi za odkup. Ponujeni nadomestni vrednostni papirji morajo biti v nematerializirani obliki vpisani v registru KDD, kotirati na borzi in prosto prenosljivi.

Ponudnik lahko v času ponudbe kupuje vrednostne papirje cilje družbe sam, posredno ali neposredno, ali tretja oseba za njegov račun le v primeru, da je nakup najavil v nameri in prospektu za odkup (31. člen ZPre). Vrednostne papirje lahko kupuje na organiziranem trgu ali izven njega le po najmanj enaki ceni iz ponudbe. Pri dogovoru s prodajalcem za zamenjavo vrednostnih papirjev mora biti menjalno razmerje enako kot v ponudbi oziroma se izračuna na podlagi tržne vrednosti, ali v skrajnem primeru na podlagi knjižne vrednosti. Pri poslu z višjo ceno kot je v ponudbi, so delničarji, ki so ponudbo že sprejeli in tisti, ki jo še bodo, v neenakopravnem položaju. Imetniki so posledično upravičeni do sprejetja ponudbe pod ugodnejšimi oziroma spremenjenimi pogoji. Rok za sprejem ponudbe se podaljša za 7 dni. Pri sprejemu nove ponudbe je potrebno navesti, da se prejšnja ponudba za odkup preklicuje. Ponudnik po zakonu, v zameno za vrednostne papirje, ne sme poleg denarja ali vrednostnih papirjev ponujati drugih stvari ali ugodnosti. ATVP z odločbo ugotovi, da je ponudba spremenjena in naloži ponudniku, da v roku 5 dni po prejemu deklaratorne odločbe objavi spremenjeno ponudbo in položi pri KDD dodatni depozit, v višini razlike med spremenjeno oziroma povišano ceno in ceno iz prvotne ponudbe. V tem času rok za sprejem ponudbe ne teče.

Med pripravami na prevzem je povečana možnost trgovanja na podlagi notranjih informacij. Za notranjo informacijo se šteje vsaka natančna informacija, ki se nanaša na enega ali več izdajateljev vrednostnih papirjev ali na enega ali več vrednostnih papirjev, ki še ni postala dostopna javnosti in ki bi, če bi postala znana javnosti, verjetno imela pomembnejši vpliv na ceno vrednostnih papirjev (275. člen ZTVP-1)⁶. Dostop do notranjih informacij imajo neposredno člani uprave in nadzornega sveta in posredno tudi druge osebe, ki bodo pridobile informacijo od upravljalkega organa. ZPre v 33. členu določa, da morajo člani uprave in nadzornega sveta ponudnika in izdajatelja vrednostnih papirjev najkasneje pet dni pred začetkom roka za sprejem ponudbe za odkup, ATVP sporočiti podatke o vseh poslih z vrednostnimi papirji na katere se nanaša ponudba, ki so jih v šestih mesecih pred začetkom roka za sprejem ponudbe opravili sami in povezane osebe (ožji družinski člani in pravne osebe, ki so v večinski lasti teh oseb).

3.4. Sprejem ponudbe

Imetniki vrednostnih papirjev sprejmejo ponudbo za odkup s podpisom posebne izjave (IZJ-DEN, izjava o sprejemu denarne in IZJ-NAD, izjava o sprejemu nadomestne ponudbe). Izjava mora vsebovati točne podatke imetnika vrednostnih papirjev (ime in priimek, naslov, matična številka, davčna številka), bančni račun za nakazilo kupnine, število, vrsto in razred vrednostnih papirjev, številko trgovalnega računa stranke pri članu KDD, če delnice niso na registru, navedbo sprejema ponudbe za odkup in lastnoročni podpis imetnika. Član KDD, borzno posredniška družba ali banka, ki v imenu in za račun ponudnika opravlja storitve v zvezi s prevzemom, posreduje KDD nalog za preknjižbo vrednostnih papirjev na poseben račun in prepoved razpolaganja. S tem se šteje, da je imetnik sprejel ponudbo za odkup. Imetnik vrednostnih papirjev lahko sprejme ponudbo za odkup za vse vrednostne papirje v lasti, lahko pa sprejme ponudbo le za del (34. in 35. člen ZPre).

3.5. Omejitve dejanj uprave ciljne družbe

Upravi ciljne družbe je, od prejema sporočila o nameri za prevzem do objave izida ponudbe, prepovedano brez sklepa skupščine izvajati obrambna dejanja: povečati osnovni kapital na podlagi izdaje delnic iz odobrenega kapitala, sklepati posle izven rednega poslovanja družbe (extraordinary matters), odprodaja ali zastava osnovnih sredstev, opravljati posle, ki ogrožajo nadalje poslovanje, pridobivati lastnih delnic in ovirati postopek prevzema na katerikoli način, npr. združevanje družb, spremembe pogodb. Pravna dejanja, ki so opravljena brez veljavnega skupščinskega sklepa so

⁶ Zakon o trgu vrednostnih papirjev (v nad. ZTVP-1), Uradni list RS, št. 56/1999, z dne 13.07.1999.

nična. Dovoljena obrambna dejanja morajo biti potrjena na skupščini, z večino najmanj treh četrtin pri sklepanju zastopanega osnovnega kapitala.

3.6. Preklic ponudbe

Ponudnik lahko prekliče ponudbo za odkup oziroma odstopi od pogodbe, če je to predvideno v prospektu za odkup (37. člen ZPre). Po objavi prospekta do izteka roka za sprejem se lahko ponudnik sklicuje na spremenjene okoliščine, največkrat v primeru konkurenčne ponudbe. Odstop od pogodbe učinkuje z njegovo objavo oziroma z enostransko izjavo volje ponudnika. Preklic mora biti objavljen najkasneje tretji delovni dan po izteku roka za sprejem ponudbe. Ponudnik mora o preklicu obvestiti klirinško depotno družbo in ATVP, ker opravlja nadzor nad postopkom prevzema. ATVP izda ugotovitveno odločbo o neuspeli ponudbi zaradi preklica. Njena pristojnost ni v ugotavljanju, ali je v resnici šlo za spremenjene razmere. Ponudnik mora imetnikom vrednostnih papirjev, ki so sprejeli ponudbo povrniti del škode, ki jim je nastala zaradi preklica. V primeru, da do spremenjenih okoliščin ni prišlo, je ponudnik dolžan povrniti celotno škodo po pravilih o poslovni odškodninski odgovornosti.

3.7. Izid ponudbe za odkup

Izid ponudbe pomembno vpliva na tečaj vrednostnih papirjev ciljne družbe. ZPre v 40. členu določa obveznost ponudnika, da v roku treh dni po izteku roka za sprejem ponudbe objavi neuraden izid ponudbe, z navedbo števila imetnikov, ki so sprejeli ponudbo in pridobljenih odstotkov glasovnega kapitala ciljne družbe. Neuradne podatke, pridobljene s strani pooblaščenega borznega člana, je ponudnik v določenem roku dolžan posredovati ATVP, Uradu za varstvo konkurence in KDD.

Ponudba za odkup mora vsebovati določeno ceno v denarju za izplačilo razlike v ceni za imetnike vrednostnih papirjev ciljne družbe, ki ne razpolagajo z ustreznim številom vrednostnih papirjev, da bi lahko sprejeli ponudbo za odkup v nadomestnih vrednostnih papirjih. V tem primeru mora KDD izračunati celotni denarni znesek za izplačilo razlike v denarju in v roku treh dneh po prejemu neuradnega izida ponudbe obvestiti ponudnika o višini zneska.⁷ Ponudnik mora nato v roku treh dni

⁷ Storitve KDD, Centralne klirinško depotne družbe, s sedežem v Ljubljani:

1. ugotavljanje in izračunavanje obveznosti iz sklenjenih poslov na organiziranem trgu vp (clearing);
2. izpolnitev prenosa vrednostnih papirjev z računalniško preknjižbo na računih vp v centralnem registru KDD (settlement);
3. vsakodnevni prenos denarnih sredstev z računov kupcev na račune prodajalcev s hkratnim prenosom vrednostnih papirjev z računov prodajalcev na račune kupcev, t.i. načelo izročitev proti plačilu (delivery versus payment).

vplačati dodaten denarni znesek na poseben račun pri KDD. KDD mora naslednji dan po deponiranju dodatnega zneska obvestiti ATVP oziroma po preteku roka za deponiranje, katerega posledica je neuspešna ponudba.

Sočasno z obvestilom iz 40. člena mora ponudnik objaviti tudi datum sklica skupščine, ki bo v primeru nadomestne ponudbe odločala o povečanju osnovnega kapitala oziroma o izdaji novih nadomestnih vrednostnih papirjev. Ponudba mora vsebovati razvezni pogoji, ki razveljavi vse sklenjene pogodbe o odkupu v primeru, če odločitev o izdaji novih nadomestnih delnic ni sprejeta najkasneje v 35 dneh po izteku roka za sprejem ponudbe. Pri alternativni ponudbi so ponudniki ob uresničitvi razveznega pogoja upravičeni do izplačila cene v denarju. Naknadna ponudba mora biti v osmih dneh priporočeno poslana vsem imetnikom, ki so sprejeli ponudbo. Rok za sprejem naknadne ponudbe je osem dni.

ATVP je v roku treh dni, po prejemu neuradnega obvestila o izidu ponudbe ponudnika, dolžna izdati ugotovitveno odločbo o uspešnosti ponudbe za odkup (43 člen ZPre). Ponudba po odločbi ATVP je uspešna, ko je po obvestilu ponudnika dosežen določen prag uspešnosti, po obvestilu KDD o deponiranju dodatnega denarnega zneska in po prejemu obvestila oziroma skupščinskega sklepa o izdaji nadomestnih vrednostnih papirjev. Odločba ATVP, da ponudba ni uspešna, pa bo izdana v nasprotnih primerih od navedenih ter dodatno v treh dneh po prejemu obvestila ponudnika o preklicu ponudbe in prejemu odločbe Urada za varstvo konkurence o prepovedi prevzema. Ponudba je neuspešna tudi takrat, ko ATVP razveljavi postopek ponudbe za odkup. KDD mora v osmih (štejejo se tudi nedelovni) dneh po prejemu odločbe ATVP v imenu in za račun ponudnika izpolniti obveznosti iz ponudbe (44. člen ZPre). V primeru izdaje novih nadomestnih delnic je rok enak, le da se obveznosti izpolnijo po prejemu naloga ponudnika za izdajo novih delnic oziroma zamenljivih obveznic, ki mora biti posredovan KDD v treh dneh po prejemu sklepa o vpisu pogojnega povečanja osnovnega kapitala zaradi prevzema v sodni register. Izpolnitev obveznosti mora kupcu zagotoviti brezpogojno vrednostne papirje, prodajalcem pa kupnino (delivery versus payment). KDD izplačuje kupnino direktno na denarne račune prodajalcev navedene na obrazcih za sprejem ponudbe, ki jih je v sistem vnesel pooblaščen član (borzno posredniška družba ali banka). Presežek deponiranih denarnih sredstev, kadar ponudbe za odkup niso sprejeli vsi imetniki, KDD vrne na račun ponudnika. Po plačilu kupnine se opravi še preknjižba vrednostnih papirjev z računov imetnikov, ki so sprejeli ponudbo, na trgovalni račun ponudnika.

V primeru neuspešne javne ponudbe za odkup, zaradi preklica ponudbe z dnem preklica, z dnem nastopa razveznega pogoja, z razveljavitveno odločbo ATVP, prenehajo veljati vse pravice iz sklenjenih pogodb. KDD na podlagi zakonskega določila v informacijskem sistemu imetnikom vrednostnih papirjev izbriše vknjižbo prepovedi razpolaganja z vrednostnimi papirji in ponudniku vrne denarna sredstva ali bančno garancijo ter izbriše vknjižbo prepovedi razpolaganja z nadomestnimi vrednostnimi papirji. 49. člen ZPre prepoveduje ponudniku v 12 mesecih od izdaje odločbe ATVP dati novo ponudbo za odkup oziroma kupovati vrednostne papirje ciljne družbe, ki bi zagotavljali več kot 25 odstotkov glasovalnih pravic. ATVP mora odločbo o izidu ponudbe za odkup vročiti ponudniku, izdajatelju vrednostnih papirjev, KDD in borzi. Odločbo je dolžan objaviti izdajatelj na enak način, kot je bila objavljena ponudba za odkup.

3.8. Konkurenčna ponudba za odkup

Za konkurenčno ponudbo za odkup veljajo vsa pravila ZPre. V prospektu in v ponudbi mora biti jasno navedeno, da gre za konkurenčno ponudbo. Objavljena mora biti vsaj deset dni pred iztekom roka za sprejem prvotne ponudbe za odkup. Izstavi jo lahko le oseba, ki ni kapitalsko povezana s prvotnim ponudnikom in ni banka ali borzno posredniška družba, ki daje ponudbo v imenu in za račun ponudnika. Konkurenčna ponudba je lahko posledica dogovora ciljne družbe s tretjo osebo, ki ima boljšo poprevzemno strategijo upravljanja in poslovanja cilje družbe. Imetniki vrednostnih papirjev, ki so že sprejeli ponudbo, so po spremenjenih okoliščinah upravičeni odstopiti od pogodbe. Odstop od pogodbe je veljaven samo s sočasnim sprejemom konkurenčne ponudbe. O odstopu od ponudbe je potrebno obvestiti ponudnika oziroma pooblaščenega zastopnika, ki opravlja storitve v zvezi s prevzemom. Rok za sprejem prvotne ponudbe se podaljša do izteka roka za sprejem konkurenčne ponudbe, kar omogoča prvotnemu ponudniku spremembo ponudbe in konkuriranje novemu ponudniku. 53. člen ZPre določa zavrnitev dovoljenja ATVP za konkurenčno ponudbo v primerih, ko gre za manipuliranje cene vrednostnih papirjev ali podaljševanje roka za sprejem prvotne ponudbe.

3.9. Prepovedi in sankcije za kršitve

ZPre določa za kršitve sankcijo s korporacijskim učinkom, ki prevzemniku iz nezakonito pridobljenih delnic ne daje glasovalnih pravic oziroma pravic do upravljanja družbe. 54. člen pooblaščenim udeležencem na trgu vrednostnih papirjev prepoveduje nakupe vrednostnih papirjev cilje družbe preko zakonsko določenega praga, ne da bi prevzemnik podal obvezno ponudbo za odkup. Njihova dolžnost je odkloniti naročilo za nakup ali prodajo, če bi takšen posel privedel do kršitve zakona, redno poročanje ATVP in v času ponudbe posredovati ATVP vse informacije, ki so jim na voljo in so

potrebne za nadzor nad izvajanjem ponudbe in izpolnjevanjem obveznosti iz ponudbe. Kršitve pooblaščenih udeležencev trga vrednostnih papirjev ureja ZTVP-1, ki je v pristojnosti ATVP. Relativni položaj pridobitelja delnic mora ostati enak kot pred sklenitvijo nezakonitega pravnega posla, zato je potrebno odstotek glasovalnih pravic iz delnic, ki jih delničar že ima in ki izhajajo iz vseh izdanih delnic družbe, sorazmerno zmanjšati s številom delnic, pridobljenih na podlagi nezakonitega pravnega posla. Premoženska upravičenja iz delnic pa pridobitelju ostanejo. Izguba glasovalne pravice je vezana na subjekt, zato se delnica lahko veljavno prenese na novega imetnika z vsemi pravicami, torej tudi z glasovalno pravico, ki upošteva upravljalno moč posamezne delnice.

3.10. Nadzor nad potekom ponudbe za odkup

Nadzor nad potekom ponudbe za odkup opravlja ATVP s spremljanjem, zbiranjem in preverjanjem poročil in obvestil subjektov nadzora in drugih oseb, ki so po določbah ZPre dolžne poročati agenciji oziroma jo obveščati o posameznih dejstvih in okoliščinah (341. člen ZTVP-1). V posameznih zadevah odloča senat, ki ga sestavljajo predsednik senata in dva člana strokovnega sveta, določena z razporedom dela agencije. Predsednik senata odloča o zahtevi za izdajo dovoljenja za ponudbo za odkup (najkasneje v 5 dneh po prejemu popolne zahteve oziroma v 15 dneh v primeru nadomestne ponudbe, drugače se šteje, da je ATVP izdala dovoljenje), o izdaji odločbe o spremembi ponudbe za odkup, o soglasju za odstop od namere za odkup in o ugotovitvi izida ponudbe (377. in 378. člen ZTVP-1). Ugovor proti odločbi predsednika senata mora ponudnik vložiti v roku 5-ih dni od prejema odločbe. Agencija mora odločiti v 15 dneh po prejemu ugovora, sicer je ugovor zavrnjen (379. člen ZTVP-1). Kadar nastanejo nepravilnosti pri izvajanju ponudbe za odkup, predsednik senata izda odredbo, s katero ponudniku ali banki oziroma borzno posredniški družbi naloži odpravo kršitev, najkasneje v petih dneh po odredbi (380. člen ZTVP-1). Zoper odredbo o odpravi pomanjkljivosti ni posebne pritožbe niti ugovora. Osebe morajo ATVP predložiti poročilo o odpravi pomanjkljivosti in ustrezne dokaze, da so bile ugotovljene pomanjkljivosti odpravljene. Ponudnik mora okoliščine objaviti na enak način kot je bila objavljena ponudba za odkup. Rok za sprejem ponudbe v tem času ne teče, zato se po odpravi pomanjkljivosti podaljša za število dni, ko je bil zaradi odprave pomanjkljivosti zadržan. Če se pomanjkljivosti ne odpravijo oziroma jih ni mogoče odpraviti, ATVP z odločbo razveljavi postopek in ugotovi neuspešnost ponudbe za odkup. Pritožba zoper odločbo ne zadrži izvršitve odločbe. Višina taks za odločanje v zadevah po ZPre je zapisana v tarifi AVTP, ki jo izda agencija v soglasju z Vlado RS.

3.11. Obveščanje agencije

Agenciji je potrebno posredovati vse razpoložljive informacije, ki so potrebne za nadzor nad potekom ponudbe za odkup ter izpolnjevanja obveznosti poročanja (58 člen ZPre). KDD posreduje informacije na podlagi vodenja centralnega registra nematerializiranih vrednostnih papirjev in na zahtevo agencije poroča o imetnikih kvalificiranih deležev.⁸ Pooblaščen udeleženec trga vrednostnih papirjev poroča o sklenjenih poslih z vrednostnimi papirji ciljne družbe, predvsem o cenah nakupov. 59. člen določa obveznost ponudnika poročati o vsaki pridobitvi vrednostnih papirjev ciljne družbe ter ceni pridobitve izven ponudbe za odkup. Obveznost poročanja pa je določena tudi za osebe, ki imajo na dan objave ponudbe v lasti več kot 5 odstotkov glasovalnega kapitala ciljne družbe in naknadno pridobijo vrednostne papirje. Poročati morajo o vsaki pridobitvi ter ceni pridobitve, zaradi nadzora in ugotavljanja kršitev prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij.

3.12. Prezem preko pooblaščenca ali skupnega delovanja in zbiranja pooblastil

ZPre omejuje uresničevanje glasovalnih pravic preko pooblaščenec⁹, predvsem zlorabo pooblastil, ki bi tretjim osebam omogočala uresničevati glasovalno pravico iz delnic, ki jih v resnici nimajo v posesti. Smisel določb prevzema preko pooblaščenca ali skupnega delovanja in zbiranja pooblastil je zavarovanje malih delničarjev, da pri uresničevanju glasovalne pravice ne pride do zastopanja drugačnih interesov od interesov zastopanih delničarjev. Do skupnega prevzema na formalni podlagi pride preko delničarskega sporazuma v pisni ali ustni obliki, na neformalni podlagi pa na podlagi skupnega delovanja pri uresničevanju glasovalne pravice. Delničarski sporazum mora temeljiti na predpostavki skupnega uresničevanja glasovalne pravice. Za skupno delovanje pri uresničevanju glasovalne pravice se šteje skupno nastopanje pri vodenju določene kontrolne politike delniške družbe, glasovanje o izvolitvi in razrešitvi nadzornega sveta, delitvi dobička in izrednih zadevah na skupščini. Ugotoviti je potrebno namen skupnega delovanja. Pri ugotavljanju doseganja zakonskega praga za ponudbo za odkup je potrebno glasovom posameznih udeležencev prišteti še glasove iz sporazuma ali skupnega delovanja. Skupni pooblaščenec mora pred začetkom organiziranega zbiranja pooblastil za zastopanje več kot 50 delničarjev družbe obvestiti ATVP in ji predložiti vzorec pooblastila. Obvestilo je pogoj za veljavnost pooblastila na podlagi katerega ATVP izda potrdilo za skupščino, da je bila s strani pooblaščenca obveščena o zbiranju pooblastil. Pooblastilo ne more biti

⁸ Fizična ali pravna oseba postane imetnica 5 ali več odstotnega deleža celotne izdaje vrednostnih papirjev.

⁹ Osebe, ki na podlagi pooblastila uresničujejo glasovalno pravico v imenu delničarja (posamezniki, specializirane organizacije, združenja delničarjev, institucionalni pooblaščenca).

dano vnaprej in velja le za eno zasedanje skupščine. Vsebovati mora predloge sklepov skupščine, predloge pooblaščenih oseb za glasovanje z razlago, poziv delničarjem za navodila k glasovanju in možnost preklica pooblastila s strani delničarja (62. člen ZPre). Sankcija za kršitve določb o zbiranju pooblastil je ničnost pooblastil in indic skupnega prevzema, ki zavezuje k izstavitvi obvezne ponudbe za odkup. Pooblastilo je nično, če je oblika, vsebina in izvedba pooblastila v nasprotju z ZPre.

3.13. Obveščanje o kvalificiranem deležu

Trg vrednostnih papirjev mora investitorjem zagotavljati vse informacije za oceno tveganja naložbe, hkrati ter na enak način. Zakonska dolžnost javne objave podatkov na vseh segmentih trga zagotavlja potrebno integriteto trga vrednostnih papirjev in varstvo manjšinskih delničarjev. Pri prevzemih sta oblikovanje in javna dostopnost tržne cene pomembna zaradi primerjave s ponujeno ceno v ponudbi za odkup in posledično za odločitev o sprejemu ponudbe. Javne delniške družbe so dolžne objavljati podatke o svojem pravnem statusu, finančnem položaju, poslovanju in druge informacije, ki bi lahko vplivale na oblikovanje cene vrednostnega papirja. Pridobivanje večjih deležev delnic z glasovalno pravico v določeni družbi lahko nakazuje možnost prevzema. Vsaka fizična ali pravna oseba, ki posredno ali neposredno pridobi 5 odstotkov glasovnega kapitala oziroma pridobljeni vrednostni papirji skupaj z vrednostnimi papirji, ki jih ima že v lasti predstavljajo 5 ali več odstotkov glasovalnih pravic, je dolžna v roku treh delovnih dni po tem, ko je izvedela za dogodek, o kvalificiranem deležu obvestiti izdajatelja vrednostnih papirjev in ATVP (64. člen ZPre). Skrajni rok za nastanek notifikacijske dolžnosti pridobitelja je ob sklicu skupščine delničarjev določene družbe. Sankcija za opustitev dolžnosti obvestila izdajatelja in ATVP je izguba pravice do glasovanja iz števila delnic nad kvalificiranim deležem in odškodninska odgovornost. Glasovalna pravica se z naknadnim obvestilom restituira. Obvestilo imetnika kvalificiranega deleža mora biti posredovano najmanj tri dni pred zasedanjem skupščine, da bo lahko glasoval na skupščini.

3.14. Izključitev manjšinskih delničarjev

ZPre v 79. členu določa institut izključitve manjšinskih delničarjev za vse delniške družbe, ne le za javne. Večinski delničar, ki ima v lasti 95 odstotkov vseh delnic posamezne delniške družbe, bo na skupščini delničarjev sprejel sklep o pridobitvi vseh preostalih delnic. Z dnem vpisa v sodni register preidejo vse delnice na večinskega delničarja, izključeni delničarji pa imajo pravico do ustrezne odpravnine. Če je večinski delničar delniška družba, se izključenim delničarjem po njihovi izbiri zagotovi delnice glavne družbe ali ustrezno plačilo, če pa je to fizična oseba, je mogoča odpravnina le ustrezno denarno plačilo. Odpravnina mora upoštevati premoženjsko in profitno stanje družbe v

trenutku sprejema sklepa skupščine. Institut izstisnitve delničarjev iz družbe je povzet iz anglosaškega company law (squeeze out).

3.15. Posebne določbe za lastninsko preoblikovane družbe

Zakon o prevzemih pri nastopu obveznosti javne ponudbe za odkup določa izjeme višjih pragov (40 odstotkov glasovalnih pravic), kot so določeni za druge delniške družbe. Izjema so pooblaščenice investicijske družbe in paradržavna sklada, Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja - KAD in Slovenski odškodninski sklad - SOD oziroma institucionalni investitorji, ki so sodelovali v lastninskem preoblikovanju. Podobna izjema so zaprte nejavne delniške družbe, kjer se lahko s pomočjo družbe pooblaščenke, brez obvezne ponudbe za odkup, delniška družba dokončno zapre. Za pridobitev delnic največjih privatiziranih delniških družb je potrebno soglasje vlade.

4. MEDNARODNO PРАВNA UREDITEV PREVZEMOV

4.1. Pravna ureditev prevzemov družb v Italiji

V Italiji je leta 1998 začela veljati nova ureditev javnih ponudb za prevzem, ki vsebuje le osnovna načela in je v osnovnih potezah podobna ureditvi v Veliki Britaniji in Franciji. Določbe o prevzemih vsebuje zakonodajna uredba št. 58 (Decreto legislativo) iz februarja 1998 s kratico TUF (Testo Unico Finanziario – consolidated securities and financial market regulation)¹⁰ in uredba, ki jo je izdala komisija Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa – National Corporations and Exchange Commission), Državna komisija za družbe in borzo.¹¹

Po definiciji uredbe TUF je javna ponudba za odkup ali zamenjavo (offerta pubblica di acquisto o di scambio) vsaka ponudba, vabilo k ponudbi in/ali reklamno sporočilo v vsakršni obliki, namenjeno nakupu in/ali zamenjavi finančnih produktov (prodotti finanziari)¹² javne (società con azioni quotate - listed company)¹³ ali nejavne delniške družbe ob izpolnitvi kvantitativnih pogojev, ki jih določa komisija Consob, t.j. če ima ciljna družba najmanj 200 delničarjev in vrednost ponudbe presega 80 milijonov italijanskih lir oziroma približno 43.000 evrov¹⁴ (Samec, 2000:250-251).

¹⁰ Uradni list republike Italije (Gazzeta Ufficiale-Serie Generale), št. 71, z dne 26.03.1998 in veljavo 01.07.1998.

¹¹ Uredba je bila izdana z resolucijo 11971, z dne 14.05.1999.

¹² Po definiciji uredbe TUF so finančni produkti vsi finančni instrumenti (kot so delnice, obveznice, državni vrednostni papirji idr.) in vsaka druga oblika investiranja, ki je finančne narave (prvi odstavek 1. člena).

¹³ Javne delniške družbe z vrednostnimi papirji uvrščenimi na organizirane trge v Italiji ali v drugih državah Evropske Unije (119. člen TUF). Kot organizirani trgi se upoštevajo tisti, ki jih komisija Consob uvršča na seznam organiziranih trgov.

¹⁴ Točka V v prvem odstavku 1. člena uredbe TUF; 36. člen uredbe komisije Consob.

Obvezna ponudba za prevzem (*offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*) se nanaša na italijanske javne delniške družbe, katerih delnice so uvrščene na organizirane trge v Italiji ali v drugih državah Evropske unije. Uredba TUF uvaja obvezno ponudbo vedno, ko prevzemnik preseže fiksni kontrolni delež v višini 30 odstotkov glasovalnih delnic. Razlikuje med javno ponudbo za prevzem vseh delnic, javno ponudbo za prevzem dela delnic oziroma preventivno ali delno ponudbo in javno ponudbo za prevzem preostalih delnic ali residualno ponudbo. V svojih 11. členih vsebuje splošne določbe o javnih pondbah za prevzeme javnih in nejavnih italijanskih družb, o obrambnih mehanizmih in določbe o obveznih pondbah, ki veljajo samo za javne družbe.

4.1.1. Prostovoljna ponudba

Prostovoljna ponudba (*opa volontaria*) je ponudba za odkup delnic javne ali nejavne delniške družbe, ki jo da ponudnik pred pridobitvijo 30-odstotnega deleža družbe. Nadzor nad prostovoljnimi pondbami izvaja komisija Consob.

4.1.1.1. Vsebina ponudbe

Temeljno načelo je enako obravnavanje delničarjev. Ponudba za odkup mora biti naslovljena na vse delničarje istega razreda delnic pod enakimi pogoji. Minimalno število delnic ciljne družbe, ki jih mora ponudnik odkupiti ni predpisano. Ponudnik lahko kupi več delnic kot se je zavezal v ponudbi, ne more pa zmanjšati odkupa, ki poteka na sorazmerni podlagi. V primerjavi s slovenskim ZPre, kjer mora ponudnik ponuditi v odkup vse delnice ciljne družbe je ponudba za prevzem po italijanskem pravu zelo fleksibilna oziroma sporna s pravnega vidika. Ponudnik delničarjem ciljne družbe lahko ponudi izplačilo cene delnice v denarju, vrednostnih papirjih ali kombinacijo obojega. Delničarji imajo možnost izbire nadomestila za odkupljene delnice. Z objavo prospekta za odkup se ponudba ne more več preklicati, še vedno pa ostaja možnost spremembe ponudbe, razen zmanjšanja števila delnic, ki jih namerava ponudnik kupiti. Spremembo ponudbe mora odobriti komisija Consob in mora biti objavljena najkasneje tri dni pred iztekom roka ponudbe za prevzem. Sprememba je odobrena v primeru višjega nadomestila ali v primeru odpovedi postavljenega pogoja delničarjem, saj si ponudnik lahko pri oblikovanju ponudbe pridrži pravico do odpovedi posameznih pogojev. V primeru, da ob koncu ponudbe ni dosežena minimalna glasovalna udeležba oziroma ni ponujeno minimalno število delnic, ima ponudnik možnost prevzema delnic tistih delničarjev, ki so jih pripravljene prodati.

4.1.1.2. Postopek v zvezi s ponudbo

Ponudnik mora o namenu odkupa delnic obvestiti komisijo Consob, ciljno družbo in javnost. Kadar gre za odkup delnic javne delniške družbe se sporočilo javnosti pošlje po dveh časopisnih agencijah ali italijanski borzi. Obvestilo mora vsebovati osnovne podatke o transakciji, dejanska ponudba pa mora biti dana z objavo prospekta za odkup in predložitvi le-tega Consobu. Prospekt ima natančno določeno obliko in služi zagotavljanju zadostnih informacij delničarjem ciljne družbe, na podlagi katerih se lahko odločajo o sprejemu ponudbe. Pred pričetkom roka za sprejem ponudbe mora biti skupaj s prospektom objavljena tudi izjava o evalvaciji ponudbe s strani uprave ciljne družbe. Ponudba postane veljavna peti dan po objavi in lahko traja od 15 do 35 delovnih dni.¹⁵ Po preteku roka za sprejem ponudba ne velja in ponudnik nanjo ni vezan. Število ponujenih delnic mora prevzemnik vsakodnevno sporočati borzi vrednostnih papirjev, ki te informacije javno objavlja.

Celoten nadzor nad potekom ponudbe izjava komisija Consob, ki lahko ob hujših kršitvah ponudbo tudi razveljavi. Notifikacijska dolžnost je predpisana za vse aktivne stranke v ponudbi (ponudnik, ciljna družba in vse povezane osebe na obeh straneh). Plačilo nadomestila delničarjem se opravi po objavi rezultatov ponudbe.

4.1.1.3. Obrambni mehanizmi pri prevzemih

Uredba TUF dovoljuje izvedbo obrambe pred sovražno ponudbo ciljni družbi samo z odobritvijo redne ali izredne skupščine delničarjev¹⁶ oziroma s sklepom delničarjev v višini 30 odstotkov osnovnega kapitala (104. člen). Za skupščine med prevzemnim postopkom ni potrebno upoštevati zahteve za sprejem sklepov z dvotretjinsko večino na skupščini zastopanega kapitala. Odgovornost za izvedbo obrambe je tako preložena z direktorjev na delničarje ciljne družbe. Če se skupščina skliče zadnjih deset dni ponudbe, se rok veljavnosti ponudbe avtomatično podaljša za deset dni. Sklep o obrambi je lahko sprejet le na v ta namen sklicani skupščini in le v postopku prevzema, o čemer je potrebno obvestiti javnost. Obrambna taktika so tudi delničarski sporazumi, pri katerih dva ali več delničarjev sklenejo, da se njihove delnice ne smejo ločeno prodati in si tako zagotovijo kontrolo. Pri ponudbi za prevzem pa lahko delničarji ciljne družbe brez obvestila prosto ponudijo delnice prevzemniku in odstopijo od omejevalnega sporazuma, ki jih omejuje pri prenosu njihovih delnic, brez negativnih pravnih posledic (123. člen uredbe TUF).

¹⁵ Rok za sprejem ponudbe po 27. členu ZPre je od 28 do 60 dni.

¹⁶ Delniške družbe po italijanskem pravu ločijo redne in izredne skupščine, ki se razlikujejo po pristojnostih za sprejemanje sklepov (Kocbek M., Delnice in delniška družba, Gospodarski vestnik, 1995, strani 401 in 402).

4.1.1.4. Konkurenčna ponudba

Dodatna ponudba za odkup delnic iste ciljne družbe predstavlja konkurenčno ponudbo. Ponudnik jo lahko da najkasneje pet dni pred iztekom prve ponudbe. Pogoj je, da mora nadomestilo vsaj za dva odstotka presežati nadomestilo prve ponudbe oziroma mora predstavljati alternativo delničarjem. Trajanje prve ponudbe se podaljša ustrezno konkurenčni ponudbi. Prvi ponudnik lahko posledično spremeni pogoje svoje ponudbe. Delničarji, ki so že sprejeli prvo ponudbo za odkup njihovih delnic lahko odstopijo od pogodbe in sprejmejo konkurenčno ponudbo.

4.1.1.5. Ponudba za prevzem lastnih delnic

132. člen uredbe TUF je omogočil javnim delniških družbam skupaj s hčerinskimi družbami odkup svojih lastnih delnic. Enako obravnavanja delničarjev ponuja javni delniški družbi pridobitev lastnih delnic s ponudbo za prevzem.

4.1.2. Obvezna ponudba za prevzem

Obvezno ponudbo za prevzem po uredbi TUF mora ponudnik dati v primeru imetništva 30 odstotnega deleža kapitala za vse navadne delnice ciljne družbe. V primeru italijanske ciljne družbe vsa določila, ki urejajo obvezno prevzemno ponudbo, veljajo za tuje in domače prevzemnike. Oprostitev dolžnosti izstavitve obvezne ponudbe za prevzem nastane, ko je ponudba naslovljena na več kot 60 odstotkov delnic z glasovalno pravico in pridobitev odobrijo manjšinski delničarji ciljne družbe. Pri utrjevanju kontrolnega deleža je obvezna ponudba določena za pridobitev vsakih 3 odstotkov kvalificiranega deleža. Za razliko od ZPre se pri določitvi praga za obvezno ponudbo upoštevajo samo navadne delnice z glasovalno pravico, ne upoštevajo se prednostne delnice ter pravice iz zamenljivih obveznic in opcij. Če prevzemnik pridobi delež, ki presega dovoljeni prag in ne da ponudbe za prevzem, mora presežni delež v 12 mesecih prodati, ne sme izvrševati glasovalnih pravic iz celotnega lastniškega deleža in plačati mora denarno kazen.

4.1.2.1. Sodelovanje več oseb pri prevzemu

Združeni delničarji po uredbi TUF so: stranke delničarskega sporazuma, kontrolne družbe, osebe in družbe pod kontrolo oziroma odvisne družbe, družbe pod kontrolo iste osebe in družbe skupaj z njihovo upravo. Ponudbo za prevzem morajo dati skupaj ne glede na dejansko kontrolo ciljne družbe. Skupna zaveza za ponudbo je posledica seštevanja delnic združenih delničarjev pri izračunu kontrolnega deleža.

4.1.2.2. Verižno načelo

Chain principle oziroma institut verižnega načela pomeni nastanek obveznosti dati ponudbo za prevzem zaradi pridobitve posredne kontrole. Preko pridobitve kontrole v eni družbi se pridobi ali utrdi kontrola tudi v drugi kapitalsko povezani družbi. To se zgodi v primeru, ko je bistveni del premoženja prve družbe udeležen v drugi družbi in kadar je bil namen pridobitve zagotovitev kontrole v drugi družbi. Pridobitev ustrezne udeležbe v kapitalsko povezanih družbah pomeni obvezno ponudbo za prevzem tudi za družbe v večinski lasti oziroma odvisne družbe. To pomeni, da je prevzemnik zavezan dati ponudbo za prevzem celotnega glasovalnega kapitala.

4.1.2.3. Določitev nadomestila

Določitev nadomestila ni prepuščena izbiri ponudnika. Cena v ponudbi za prevzem ne sme biti nižja od aritmetične sredine povprečne tržne cene delnic ciljne družbe v predhodnih dvanajstih mesecih in višje cene, plačane od kupca delnic ciljne družbe v istem obdobju. Ponudnik lahko za delnice ciljne družbe ponudi druge vrednostne papirje ali kombinacijo denarja in vrednostnih papirjev, ki morajo biti uvrščeni na organizirani trg Evropske unije, v celoti plačani ter v enakem razmerju (denar in vrednostni papirji) glede na pridobitev delnic ciljne družbe v predhodnih 12 mesecih.¹⁷

4.1.2.4. Oprostitev dolžnosti izstavitve ponudbe za prevzem

V primeru, ko prevzemnik izstavi ponudbo za odkup 100 odstotkov glasovalnih delnic ciljne družbe ali delno ponudbo za odkup najmanj 60 odstotkov glasovalnega kapitala ni zavezan dati obvezno ponudbo za prevzem ob izpolnjevanju določenih pogojev. Ponudbo morajo odobriti manjšinski delničarji. Drugi pogoj prepoveduje ponudniku, 12 mesecev pred dano ponudbo in 12 mesecev po ponudbi, odkup delnic z glasovalno pravico ciljne družbe za več kot 1 odstotek osnovnega kapitala. Tretji pogoj pa 12 mesecev po izteku ponudbe ne dovoljuje glasovanja na skupščini delničarjev za združitev in razdružitev. Oprostitev od obvezne ponudbe za prevzem uredba TUF dovoljuje še, kadar drugi delničar kontrolira večino glasovnega kapitala, pri reševanju družb v finančnih težavah, pri

¹⁷ V pojasnilo naslednji primer: če pomeni skupna cena, ki jo je plačal ponudnik za pridobitev delnic ciljne družbe v 12 mesecih, preden je prekoračil 30 odstotni delež, 70 odstotkov v denarju in 30 odstotkov v delnicah družbe A, ki je uvrščena na organizirani trg Evropske unije, bo ponudniku dovoljeno, da ponudi kot nadomestilo v ponudbi kombinacijo denarja in delnic, največ 30 odstotkov (prvi stavek prvega odstavka 47. člena uredbe komisije Consob).

transakcijah med povezanimi subjekti, pri transakcijah začasne narave, pri združitvah in razdružitvah in pri pridobitvah neodvisnih od volje pridobitelja.

4.1.2.5. *Residualna ponudba za prevzem*

Residualna ponudba za prevzem predstavlja obvezno ponudbo za prevzem preostalih glasovalnih delnic družbe, ko delničar že ima več kot 90 odstotkov osnovnega kapitala javne delniške družbe. Namen residualne ponudbe je omogočiti manjšinskim delničarjem izstop iz družbe. Ceno ponudbe za prevzem določi komisija Consob. Ponudnik, ki ima po ponudbi za prevzem ciljne družbe v lasti več kot 98 odstotkov osnovnega kapitala družbe, lahko v štirih mesecih po izteku ponudbe odkupi preostale delnice ciljne družbe, če je to napovedal v prospektu za odkup. V tem primeru nakupno ceno določi neodvisni strokovnjak, določen s strani sodišča, kjer je ciljna družba registrirana.

4.1.3. Pooblaščenci

Zbiranje pooblastil natančno definira komisija Consob in sicer na podobnih temeljih kot ameriško korporacijsko pravo. Pooblastila v javnih delniških družbah lahko zbirajo delničarji, ki imajo najmanj en odstotek glasovalnih delnic v lasti šest mesecev. Samo zbiranje pooblastil poteka preko pooblaščenega posrednika in pod nadzorom komisije Consob. Pooblastilo mora s priloženim gradivom zagotoviti ustrezno informiranost delničarjev. Rezultati o zbranih pooblastilih so tajni. Glasovanje po pošti je dovoljeno javnim delniškim družbam, ki so tako vrsto glasovanja predvideli v svojih internih aktih. Pooblastila lahko zbirajo tudi združenja delničarjev, samo med svojimi člani, ki jih mora biti najmanj 50 in posamezno lastništvo ne sme presegati 0,1 odstotka glasovalnih delnic.

4.2. Pravna ureditev prevzemov družb v Avstriji

Avstrijski zakon o prevzemih je začel veljati 1. januarja 1999.¹⁸ Zaradi ustavnopravne pomanjkljivosti je bila avgusta 1999 sprejeta novela zakona,¹⁹ manjše spremembe pa so nastale tudi z novelacijo borznega zakona.²⁰ Zakonodajna komisija je za vzor uporabila predlog trinajste direktive EU in obstoječe zakone v Evropi in ZDA, med drugimi tudi slovenski zakon o prevzemih iz leta 1997. Glavni razlog za nastanek avstrijskega zakona o prevzemih je bil nakup večinskega deleža banke Creditanstalt s strani konkurenčne Bank Austria v letih 1996/97. Sledili so še drugi prevzemi, zato je

¹⁸ Übernahmegesetz, BGBl I 1998/127.

¹⁹ BGBl I 1999/189.

²⁰ BGBl I 1999/123 (omenjena novela se nanaša na četrti odstavek 85 borznega zakona).

vlada odločila, da obstaja potreba po zakonski ureditvi prevzemov delniških družb, katerih vrednostni papirji kotirajo na avstrijski borzi.²¹

Pri oblikovanju zakona je bilo potrebno upoštevati lastniška razmerja v delniških družbah. V nasprotju z anglosaksonskimi družbami s široko razpršeno kapitalsko lastnino, avstrijska podjetja obvladuje močan večinski delničar, večinoma država ali pa z delničarskimi sporazumi povezani delničarji oziroma člani iste družine. Privatizacija državnega premoženja oziroma prodaja državnih večinskih deležev posledično prinaša družbe s širše razpršenim kapitalom. Prevzemi v praksi so takšni, da večinski delničar proda svoj delež v celoti, kupec pa je zaradi pridobitve kontrolnega deleža pripravljen plačati za paket delnic več kot je tržna cena. Premija se imenuje Paketzuschlag ali Kontrollzuschlag oziroma paketno ali kontrolno doplačilo. Manjšinski delničarji so v neenakem položaju, tudi po sprejetju zakona. Svoj delež lahko prodajo po borzni ceni, ki je že zaradi prevzema lahko nižja kakor je bila in nimajo možnosti, da zahtevajo njim pripadajoči delež pri višji ceni vključno s paketnim doplačilom.

4.2.1. Struktura zakona

Cilj avstrijskega zakona je zagotoviti enako obravnavanje delničarjev ter izboljšati kapitalski trg v mednarodnem konkurenčnem okolju. Zakon sestavljajo splošne določbe, drugi del opredeljuje prostovoljne javne ponudbe za odkup, tretji del obvezne javne ponudbe za odkup, zadnji del pa definira postopke komisije za prevzeme skupaj s civilnopravnimi in kazenskimi sankcijami.

Zakon velja za delniške družbe s sedežem v Avstriji, katerih vrednostni papirji kotirajo na avstrijski borzi. Zakon ne velja samo za delnice z glasovalno pravico, ampak za vse vrednostne papirje, ki zagotavljajo delež pri dobičku.²² Ustreza predlogu direktive o prevzemih in direktivi o informacijah, ki zagotavlja transparentnost objavljenih informacij pri pridobitvi deleža v družbi, ki notira na borzi (Transparenzrichtlinie). Kritika v teoriji in praksi se nanaša na veljavnost zakona le za delniške družbe s sedežem v Avstriji in ne tudi za delniške družbe s sedežem v državi članici Evropske unije.

²¹ glej Bruckmüller M., Avstrijski zakon o prevzemih, Podjetje in delo, 1/2000, str. 5-21.

²² 4. točka avstrijskega zakona o prevzemih opredeljuje vrednostne papirje; to so delnice in drugi prenosni vrednostni papirji, ki kotirajo na borzi in zagotavljajo udeležbo pri dobičku in pri likvidaciji družbe ter prenosni vrednostni papirji, ki jih izda cilja družba ali z njo povezane družbe in vsebujejo pravico do pridobitve takšnih vrednostnih papirjev, kamor sodijo zamenljive obveznice, dividendne obveznice, opcije,...(glej Kalss, Neue Zeitschrift für Gesellschaftrecht 1999, stran 423).

4.2.2. Splošna načela

Splošna načela za javne ponudbe za odkup ureja zakon o prevzemih po zgledu 5. člena predloga direktive o prevzemih in angleškega The City Code on Takeovers and Mergers. Pravni pomen načel je njihovo upoštevanju pri interpretaciji posameznih določil zakona in pri izdaji uredb prevzemne komisije.

Načelo enakega obravnavanja imetnikov deležev

Vsi imetniki vrednostnih papirjev s pravico do udeležbe v ciljni družbi v enakih razmerjih se morajo obravnavati enako, razen če zakon ne določa drugače. Načelo enakega obravnavanja velja za ponudnika, organe ciljne družbe in prevzemno komisijo, ki morajo nevtralnost ohraniti tudi do obvladujočega delničarja.

Načelo enakega obravnavanja delničarjev ne velja vedno. Ureditev cene pri obvezni ponudbi upošteva interese večjih delničarjev v družbi (Kernaktionare, Core Shareholders), kar omogoča ponudniku znižanje najvišje ponujene cene za odkup. Slabši položaj manjšinskih delničarjev vodi v manjšo atraktivnost avstrijskega kapitalskega trga in preusmeritev tujega kapitala na druge evropske trge. Neenako obravnavanje delničarjev je v neskladju s predlogom 13. direktive parlamenta in sveta ES na področju prava družb o prevzemnih ponudbah.

Načelo transparence

Ponudnik mora zagotoviti skrbnost, točnost in popolnost informacij in izjav pri ponudbi za odkup. Vsi udeleženci prevzema morajo zagotoviti delničarjem odločitev brez časovnega pritiska v zato primernem času. Prejemniki ponudbe morajo dobiti zadostne informacije za svojo odločitev, nepravilne informacije so nedopustne.

Načelo nevtralnosti organov

Uprava in nadzorni svet morata delovati v interesu vseh delničarjev, kar izključuje možnost, da bi uprava ali nadzorni svet dala prednost posameznih delničarjem in da bi organi družbe delovali v lastnem interesu.

Prepoved ustvarjanja neenakosti na trgu

Ponudnik je obvezen podati ponudbo za odkup, v kateri navede vse potrebne informacije za pravilno odločitev delničarjev. Pred samo ponudbo mora poskrbeti za zaupnost in enakost informacij, da ne

pride do neenakih pozicij na trgu kapitala in do insiderstva. Po objavi o prevzemu ponudnik skupaj z osebami, ki z njim sodelujejo, ne sme prodajati vrednostnih papirjev ciljne družbe.

Prevzem kot hitra operacija

Sam postopek prevzema mora biti izveden hitro in ne sme ovirati poslovanja ciljne družbe daljše obdobje, kot je to določeno. Prevzem že v osnovi ovira poslovanje ciljne družbe, ker ne sme izvajati ukrepov, ki bi ponudbo lahko preprečili.

4.2.3. Prostovoljna ponudba

Ponudnik lahko da javno ponudbo za odkup dela ali vseh vrednostnih papirjev ciljne družbe. Nadomestilo je lahko denar ali drugi vrednostni papirji. Avstrijski zakon o prevzemih pozna dve vrsti prostovoljne ponudbe:

- delna ponudba za nakup paketa delnic, ki ne predstavlja kontrolni delež v ciljni družbi (10 do 15 odstotkov);
- ponudba družbe v koncernu za povečanje deleža v povezani družbi nad določeno stopnjo udeležbe v namen spremembe statuta družbe (več kot 75 odstotkov) ali za iztisnitev manjšinskih delničarjev po Zakonu o preoblikovanju (več kot 90 odstotkov).

V primeru prostovoljne ponudbe, katere namen je pridobitev kontrolnega deleža v ciljni družbi (preko 50 odstotkov glasov), se uporabljajo določila o obvezni ponudbi. Zakon na ta način preprečuje odkup delnic po višji ceni pred dosego kontrolnega deleža in neenako obravnavanje delničarjev. Postopek v zvezi s prostovoljno ponudbo za odkup je enak kot pri obvezni ponudbi, razlika je le v tem, da so prostovoljne ponudbe lahko pogojene in namenjene le za odkup dela vrednostnih papirjev. Kadar ponudnik v prostovoljni ponudbi navede najvišje število lastniških vrednostnih papirjev z glasovalno pravico, ki jih je pripravljen odkupiti, nato pa to število prekorači, po zakonu v roku enega leta od izteka roka takšne ponudbe ne sme dati vnovične ponudbe.

4.2.4. Obvezna ponudba

Ponudnik, ki je prevzel kontrolno udeležbo v družbi, je dolžan oddati obvezno ponudbo za odkup vseh vrednostnih papirjev ciljne družbe, ki zagotavljajo delež pri dobičku (mandatory bid). Enako velja tudi v primeru, ko ponudnik namerava pridobiti kontrolno udeležbo (public tender offer). K obvezni ponudbi je zavezana tudi oseba, ki posredno, preko drugih oseb pridobiva možnost vplivanja na sprejemanje odločitev ciljne družbe (chain principle).

Ponudnik je vsaka fizična ali pravna oseba ali vsaka osebna družba, ki da javno ponudbo za odkup, namerava dati ponudbo ali je zavezana dati ponudbo. Določbe o kontrolnem deležu, ki zavezuje k javni ponudbi za odkup, vsebuje uredba prevzemne komisije z dne 9. marca 1999²³ in ne zakon o prevzemih.

4.2.4.1. Kontrolna udeležba

§ 1 1. Übernahmeverordnung (v nad. 1.ÜbV) definira obstoj kontrolne udeležbe, kadar pripada udeležencu večina glasovalnih pravic v družbi, ima pravico imenovanja ali odpoklica večine članov upravnega, vodstvenega in nadzornega organa in je hkrati družbenik v tej družbi ali kadar mu pripada pravica izvajati obvladujoči vpliv v ciljni družbi na podlagi HGB (trgovinski zakonik).

Obstoj kontrolne udeležbe se domneva, če udeleženec sam ali skupaj s sodelujočimi osebami pridobi najmanj 30 odstotkov glasovalnih pravic iz delnic (§ 2 1.ÜbV). Ta domneva se lahko izpodbija v primeru, ko drugi delničar poseduje enak ali večji odstotek glasovalnih pravic; sam, z drugimi sodelujočimi osebami ali na podlagi delničarskega sporazuma oziroma sporazuma o izvrševanju glasovalne pravice.

Kontrolna udeležba se domneva tudi v primerih, ko udeleženec sam ali skupaj z drugimi pridobi najmanj 20, a ne več kot 30 odstotkov glasovalnih pravic iz delnic, ki zagotavljajo stalno glasovalno pravico in razpolaga z deležem glasovalnih pravic, ki je na vsaki od zadnjih treh skupščin predstavljal navadno večino oziroma več kot polovico navzočih in zastopanih glasovalnih pravic (§ 3 1.ÜbV). Ta domneva ne velja kadar drug delničar, sam ali z drugimi osebami, ki so z njim povezani koncernsko ali po delničarskem sporazumu, poseduje več kot 10 odstotkov osnovnega kapitala s stalno glasovalno pravico ali kadar najmanj trije delničarji sami ali skupaj z njimi povezane osebe, koncernsko ali po delničarskem sporazumu, posedujejo vsak najmanj 5 odstotkov osnovnega kapitala s stalno glasovalno pravico.

Domneva, da obstaja kontrolna udeležba v družbi se v zgornjih primerih lahko izpodbija še s tem, da statut družbe vsebuje pravila o limitaciji glasovalne pravice (Höchststimmrecht), ki onemogočajo udeležencu izvrševanje kontrolnega vpliva. To velja predvsem, če udeleženec skupaj s povezanimi osebami na zadnjih treh skupščinah, po uvrstitvi delnic na borzo, ni dosegel glasovalne večine.

²³ 1. Verordnung der Übernahmekommission vom 9. März 1999 zum Übernahmegesetz (1. Übernahmeverordnung - 1. ÜbV), publikacija Dunajske borze št. 115/1999.

Pri izračunu deležev iz prevzemne uredbe je v nekaterih primerih potrebno k glasovalnim pravicam udeleženca prišteti tudi glasovalne pravice, ki jih zagotavljajo delnice v lasti tretjih: kadar ima udeleženec v tretji osebi neposredno ali posredno kontrolno udeležbo, v primeru, da ima tretja oseba delnice s svojim imenu, za račun udeleženca in če je udeleženec dal svoje delnice tretjemu v zavarovanje in ohranil uresničevanje glasovalne pravice.

§ 6 1.ÜbV določa obvezno ponudbo za prevzem tudi v primerih, ko je kontrolni delež pridobljen brez aktivnega ravnanja oziroma brez nakupa delnic, npr. če se v statutu razveljavi limitacija glasovalnih pravic, če pride do sklenitve delničarskega sporazuma, na podlagi katerega delničarja posedujeta kontrolno udeležbo.

4.2.4.2. *Skupno delovanje (acting in concert)*

Dolžnost izstavitve ponudbe za prevzem in druge dolžnosti ponudnika veljajo tudi za vse osebe, ki sodelujejo na podlagi pripadnosti k istemu koncernu, na podlagi pogodbe ali na podlagi medsebojnega koordiniranega ukrepanja glede pridobitve delnic z glasovalno pravico in sodelovanja pri izvajanju pravic iz teh delnic (skupen prevzem). Skupno delovanje se domneva v primerih, ko s pridobiteljem kontrolnega deleža sodelujejo koncernsko povezane osebe, osebe, s katerimi je ponudnik sklenil delničarski sporazum, člani uprave in nadzornega sveta udeleženca in že opisanih oseb, ter svetovalci in izvedenci pri postopku prevzema.

4.2.4.3. *Določitev cene obvezne ponudbe*

Avstrijski zakon o prevzemih, Übernahmegesetz (v nad. ÜbG), določa dve spodnji meji pri ceni obvezne ponudbe za prevzem. Cena mora ustrezati najmanj srednjemu borznemu tečaju posameznega vrednostnega papirja v zadnjih šestih mesecih pred pridobitvijo kontrolne udeležbe in je lahko največ 15 odstotkov nižja od najvišje cene v denarju, ki jo je ponudnik plačal ali dogovoril za nakup lastniških vrednostnih papirjev v zadnjih dvanajstih mesecih. Enako oblikovanje cene se uporablja tudi pri delnih prostovoljnih ponudbah. Sporno je vprašanje enakega obravnavanja delničarjev, ker za ostale delničarje obstaja možnost prodaje delnic po nižji ceni. Družba lahko zagotovi enako obravnavanje delničarjev in v statutu družbe predvidi neuporabo možnosti nižje cene, t.i. ukrep opting up ali pa odbitek od cene zmanjša (delni opting up). Ponudnik lahko v času roka za sprejem ponudbe zviša ceno za odkup ali drugače spremeni ponudbo. Vse spremembe mora ponudnik objaviti in veljajo tudi za delničarje, ki so ponudbo že sprejeli.

4.2.4.4. Sprejem ponudbe

Rok za sprejem ponudbe za prevzem je dvajset do največ petdeset trgovalnih dni in še najmanj petnajst dni po objavi mnenja uprave ciljne družbe. Prevzemna komisija v uredbi določa podaljšanje še za deset dni pri obvezni ponudbi in prostovoljni ponudbi, ki jo je sprejelo pogojeno število delničarjev. Podaljšanje ponuja možnost sprejetja ponudbe preostalim delničarjem, ki se za sprejem še niso odločili. Po izteku roka za sprejem mora ponudnik objaviti izid ponudbe.

4.2.4.5. Izjeme od dolžnosti izstavitve obvezne ponudbe za prevzem

Avstrijsko pravo predvideva zakonske in statutarne izjeme od dolžnosti izstavitve obvezne ponudbe za prevzem.

Zakonske izjeme:

- pridobitev delnic na podlagi darilne pogodbe, dedovanja, delitve premoženja ob ločitvi, razveljavitvi ali ničnosti zakonske zveze (zakon domneva, da bo kontrolni delničar posloval po obstoječi poslovni politiki);
- prenos delnic znotraj koncerna ali holdinga, ki pomeni udeležbo družbenikov v enakem razmerju;
- prenos delnic na osebno ustanovo, ki jo koristijo izključno dosedanji družbeniki ali svojci.

Zakon za posamezne primere določa le obvestilo prevzemni komisiji. Izjema od obvezne ponudbe je primer kontrolne udeležbe, kjer ni nevarnosti za premoženjske interese delničarjev ciljne družbe ali pa so prisotni močni interesi celotnega gospodarstva. Pridobitev kontrolne udeležbe se mora prijaviti komisiji v 20 dneh. Primeri obveščanja o kontrolni udeležbi:

- pridobitev posredne udeležbe, kjer knjižna vrednost neposredne udeležbe v ciljni družbe ne dosega 25 odstotkov knjižne neto aktive osebe, ki posredno obvladuje ciljno družbo;
- prenos delnic znotraj skupine sodelujočih delničarjev;
- manjša prekoračitev praga za nastanek kontrolne udeležbe, za kratek čas ali nenamerno;
- pridobitev delnic za sanacijo družbe oziroma zavarovanje terjatev.

Pristojnost prevzemne komisije je razsoditi upravičenost izjeme ali določiti obvezno ponudbo za prevzem. Pridobitelju lahko naloži dodatne obveznosti ali izpolnitev določenih pogojev, s ciljem varovanja premoženjskih interesov ostalih delničarjev.

Statutarne izjeme so izjeme, ki jih predvidi ciljna družba v svojem statutu:

- nižji prag za obveznost izstavitve ponudbe za prevzem, kot to predvideva uredba, vendar ne nižji od 20 odstotkov (opting out);
- obvezna ponudba se sme nanašati samo na že izdane prednostne delnice, zamenljive obveznice, opcije (delni opting out);
- družba se lahko v celoti izvzame od določb o izstavitvi obvezne ponudbe, če je tako sklenila skupščina družbe z najmanj tričetrtinsko večino do 31.12.1999 (popolni opting out). Vrednostni papirji družbe lahko v tem primeru kotirajo le na urejenem prostem trgu.

4.2.5. Dolžnosti udeležencev po zakonu o prevzemih

4.2.5.1. *Dolžnosti ponudnika za prevzem*

Zakon o prevzemih v § 4 definira splošne dolžnosti ponudnika. Ponudnik mora pravočasno zagotoviti sredstva za izpolnitev pogojev ponudbe, saj le v tem primeru lahko da ponudbo za prevzem. Preprečiti mora vse možnosti trgovanja z vrednostnimi papirji na podlagi notranjih informacij in neenakosti na trgu. Podajanje Informacij in izjav mora biti točno in popolno, nepravilne in zmotne informacije so nedopustne.

Skrb za tajnost vsebuje § 5 ÜbG. Informacije ne smejo krožiti prezgodaj in neenakomerno. Ponudnik mora sodelujoče osebe pri ponudbi poučiti o varovanju tajnosti in prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij. Takoj, ko nastanejo govorice in špekulacije, mora ponudnik objaviti svojo namero za prevzem, da se preprečijo neenakosti na trgu vrednostnih papirjev. Obvezno mora o svoji nameri obvestiti upravo ciljne družbe. To lahko stori tudi pred objavo ponudbe za prevzem, če se želi pogajati.

Ponudbeni dokument mora vsebovati vse potrebne informacije, na podlagi katerih se bodo delničarji odločili za pristop k ponudbi za prevzem (§ 7). Vključuje informacije o ponudniku, številu vrednostnih papirjev v njegovi lasti, upravičenosti v dobičku ciljne družbe, ponujenem plačilu za vrednostne papirje, pogojih financiranja ponudbe in bodoče poslovne in kadrovske politike.

Ponudnik mora pooblastiti neodvisnega izvedenca, ki preveri ponudbeni dokument in svetuje ponudniku v postopku prevzema (§ 9). Izvedenec po reviziji ponudbenega dokumenta sestavi pisno poročilo in podpiše potrdilo o njegovi ustreznosti. Oddati mora tudi izjavo, da razpoložljiva sredstva ponudnika zadoščajo za financiranje ponudbe za prevzem.

Pred objavo ponudbe za prevzem mora ponudnik o nameri ponudbe obvestiti prevzemno komisijo. Skupaj s ponudbenim dokumentom ji mora predložiti poročilo in potrdilo neodvisnega izvedenca. Prevzemna komisija do konca postopka izrazi svoje mnenje glede ponudbe. V primeru protizakonitosti ponudbe odredi prepoved ponudbe in izdajo ponudbenega dokumenta.

Ponudnik mora po § 11 zagotoviti javno objavo ponudbenega dokumenta. Objava mora biti dnevem časopisju, ki izhaja na področju celotne Avstrije. Pred objavo mora obvestiti upravne organe ciljne družbe in ponudbeni dokument objaviti v 12 oziroma 15 trgovalnih dneh po predložitvi le-tega prevzemni komisiji.

Ponudnik in z njim sodelujoče osebe imajo po objavi ponudbe za prevzem prepoved opravljanja nadaljnjih poslov pridobivanja vrednostnih papirjev cilje družbe po drugačnih oziroma boljših pogojih, kot so navedeni v ponudbi. Izjeme z dovoljenjem prevzemne komisije se takoj objavijo.

V primeru kršitev zakonskih obveznosti prevzemna komisija odredi mirovanje glasovalnih pravic v lasti ponudnika. Pri težjih kršitvah nastopi sankcija mirovanja vseh pravic iz delnic. Ponudnik je v primerih kršitve zakona glede javnega objavljanja in izstavitve obvezne ponudbe lahko kaznovan z upravno kaznijo.

4.2.5.2. *Dolžnosti uprave ciljne družbe*

§ 12 ÜbG obvezuje organe cilje družbe nevtralnosti v postopku prevzema, t.i. zapoved nevtralnosti oziroma Neutralitätsgebot. Obveza nevtralnosti nastopi v trenutku, ko je družbi znana namera za prevzem in vse do objave rezultatov javne ponudbe. Prepovedani so vsi ukrepi, ki bi preprečili delničarjem možnost proste odločitve o sprejemu ponudbe. Ta prepoved ne velja za ukrepe, ki so posledica skupščinskih sklepov pred objavo namere za prevzem in za posebej dovoljene ukrepe, ki so posledica skupščinskih sklepov po objavi namere za prevzem. Izpolnijo se lahko vse pogodbe, ki so bile sklenjene pred objavo ponudbe in spremembe kapitala v teku.

Uprava ciljne družbe mora po objavi ponudbenega dokumenta podati svoje mnenje (§ 14). Mnenje mora biti objektiven prikaz informacij imetnikom vrednostnih papirjev. Uprava ciljne družbe mora z mnenjem seznaniti svet delavcev in vse zaposlene.

Ciljna družba s soglasjem nadzornega sveta pooblasti izvedenca, ki mora prevzemni komisiji in svetu delavcev prijaviti oziroma oddati pisno oceno ponudbe, izjave uprave ciljne družbe in izjave

nadzornega sveta. Po prijavi je dolžnost uprave dokumentacijo javno objaviti. Prezemna komisija v primeru nepopolnosti odredi objavo dopolnilnih izjav ali popravkov. Možnost objave izjav ima tudi prezemna komisija.

Obrambni mehanizmi s strani uprave ciljne družbe z namenom ovirati oziroma preprečiti ponudbo za odkup so nedopustni. Možnosti oviranja ponudbe: povečanje ponudbenega kapitala, odtujitev dobičkonosnih delov družbe (crown jewels), nakup lastnih delnic (self tender), prodaja lastnih delnic (stock lock up), določbe o visoki odpravnini članom uprave (golden parachutes), spremembe v organizacijski strukturi,...

4.2.5.3. *Dolžnosti prevzemne komisije*

Prezemna komisija (Übernahmekommission) je bila ustanovljena pri dunajski borzi vrednostnih papirjev. Nadzoruje uporabo avstrijskega zakona o prevzemih in odloča v vseh zadevah, ki jih ureja zakon. Sprejema podzakonske predpise oziroma uredbe, ki natančneje urejajo določene institute pri prevzemih. Skrbi za odpravljanje nejasnosti pri interpretaciji zakona, svetuje in izdaja mnenja, ki so na voljo tudi na internetu. Prezemna komisija je prožen organ, ki je zasnovan za gospodarske potrebe.

4.3. Zakonska ureditev prevzemov družb v Veliki Britaniji

Prevzem (takeover) v širšem smislu omogoča pridobitelju delnic z glasovalno pravico preglasovanje ostalih delničarjev oziroma nadzor v določeni družbi. V zaprtih delniških družbah (limited company) si lahko prevzemnik zagotovi kontrolo na podlagi sporazuma z večino delničarjev, v javnih delniških družbah (public limited company) pa s sporazumom z delničarji, ki imajo v lasti večino delnic, z nakupom delnic na organiziranem trgu vrednostnih papirjev ali s ponudbo za prevzem (takeover bid) oziroma ponudbo za nakup delnic z glasovalno pravico. Ponudbe za prevzem so v Veliki Britaniji²⁴ glavni instrument združevanja.

Področje je substančno urejeno z zakonskimi določbami v Companies Act 1985, Company Securities (Insider Dealing) Act 1985, Insolvency Act 1986 in Financial Services and Markets Bill Act 2000. Nadzor nad kapitalskim trgom je v rokah Financial Services Authority (FSA), katerega člani so predstavniki najpomembnejših finančnih institucij. Prevzeme natančno ureja poseben predpis, ki nima zakonske narave in ga je sprejelo posebno v ta namen ustanovljeno in od države neodvisno

²⁴ glej Prelič S., Ureditev prevzemov družb v Veliki Britaniji, Podjetje in delo 4/1995, str. 434-446.

telo, odbor The City Panel on Takeovers and Mergers (v nad. Odbor). Kodeks o prevzemih in združitvah (City Code on Takeovers and Mergers)²⁵ je kodeks ravnanja udeležencev na organiziranem trgu kapitala, ki temelji na prostovoljni samokontroli. Dopolnilo kodeksu so pravila SARs, ki urejajo pridobivanje bistvenega paketa delnic (The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares 1988). Pravila SARs upočasnijo pridobivanje glasovalne udeležbe med 15 in 30 odstotki, saj lahko delničarji z glasovalno udeležbo med navedenimi odstotki v sedmih dneh kupijo največ 10 odstotkov glasovalnih delnic. Določbe se uporabljajo samo za javne družbe, ki kotirajo na borzi.

Kodeks se uporablja za ponudbe vseh javnih delniških družb (public companies), ne glede na uvrščenost oziroma neuvrščenost glasovalnih delnic v borzno kotacijo. Uporablja se tudi za zaprte delniške družbe (private companies) katerih delnice so bile kadarkoli v zadnjih 10 letih uvrščene v borzno kotacijo, pri katerih je bila prodaja delnic objavljena v dnevnem časopisju, pri čemer je časopisno oglaševanje trajalo nepretrgoma vsaj 6 mesecev v obdobju zadnjih 10 let, katerih delnice so predmet trgovanja na neorganiziranem trgu vrednostnih papirjev ter v primeru, da so v zadnjih 10 letih izdale prospekt za javno ponudbo svojih delnic.

4.3.1. Temeljna načela urejanja prevzemov

V uvodu Kodeksa so opredeljeni razlogi za sprejem Kodeksa, njegova pravna narava, namen, struktura, področje uporabe ter ravnanje v primeru kršitev. Sledijo definicije pojmov za razumevanje in pravilno uporabo Kodeksa. Jedro sestavlja deset temeljnih načel (General Principles), kjer so zapisani splošni cilji. Njihova konkretizacija pa je zapisana v pravilih City Coda. S pravili je nemogoče zajeti in razdelati vse pojavne možnosti in različne okoliščine dajanja ponudbe za prevzem, zato morajo biti vsa dejanja v duhu Kodeksa (in the spirit of the Code).

Cilj določb je zaščita delničarjev oziroma enako obravnavanje vseh delničarjev. Prepovedano je prikrivanje relevantnih informacij, saj morajo delničarji dobiti dovolj točnih informacij in dovolj časa za svojo odločitev o prodaji delnic. Izstavitev ponudbe za prevzem ciljne družbe mora temeljiti na podlagi skrbnega in tehtnega premisleka ob zagotovitvi dejanske izvedljivosti nakupa. Pri pripravi ponudbene dokumentacije se zahteva skrbnost. Prevzemu vedno najbolj nasprotuje uprava cilje družbe, saj se zaveda, da je ponavadi prvo dejanje, ki ga prevzemnik po prevzemu opravi, prav zamenjava managementa, zato so prepovedana obrambna dejanja. Glasovalna upravičenja morajo

²⁵ City Code on Takeovers and Mergers, objavljen 27.03.1968, velja s spremembami in dopolnitvami z dne 04.12.2001.

upoštevati pravice manjšinskih delničarjev. Člane uprave prevzemne in ciljne družbe morajo pri svetovanju delničarjem v zvezi s prodajo voditi interesi delničarjev. Uprava ciljne družbe je za varstvo svojih delničarjev zavezana pridobiti tudi mnenje neodvisnega strokovnjaka o ugodnosti prejete ponudbe. Sama odločitev za prodajo pa je v rokah delničarjev samih. Delničar ima pravico do prodaje svojih delnic po višji ceni od tržne, saj se z delnico prodaja in prenaša tudi kontrola ter s tem pravico do izstopa iz družbe, če se kontrola v njej spremeni. Kodeks se vprašanj interesov delničarjev prevzemne družbe, zaposlenih v ciljni družbi in interesov okolja ne dotika. Nujna je zaščita investitorjev, enako obravnavanje in svobodno odločanje delničarjev in zagotovitev poštenega trgovanja z delnicami udeleženih družb.

4.3.2. Priprave na ponudbo

Preden pride do izstavitve ponudbe oziroma razgrnitve ponudbe javnosti ali delničarjem ciljne družbe se vzpostavijo formalni stiki prevzemnika s ciljno družbo. Prvi stik naveže ponudnik ponavadi preko uprave ciljne družbe ali preko njenih svetovalcev, s ciljem cenejše pridobitve delnic. Prijateljski stiki mu lahko omogočijo dostop do pomembnih informacij o finančnem stanju družbe in povečajo možnost ugodnega sprejema ponudbe za prevzem pri upravi ciljne družbe. Management ciljne družbe je dolžan pridobiti neodvisno strokovno mnenje in z njim seznaniti delničarje družbe. Strokovna mnenja v praksi podajajo komercialne banke. Uprava se mora omejiti zgolj na oceno primernosti oziroma neprimernosti ponudbe. Ponudnik mora popolnoma razkriti svojo identiteto in upravi ciljne družbe ponuditi čvrsto jamstvo, da njegovo premoženjsko stanje dejansko omogoča odkup vseh delnic, na katere se nanaša ponudba. Po potrditvi namere za prevzem mora uprava ciljne družbe o pričakovani ponudbi takoj obvestiti javnost, v praksi s časopisnim oglaševanjem in delničarje družbe. Obvestilo je obvezno v primeru pridobitve 30 odstotkov delnic z glasovalno pravico oziroma nastankom obveznosti izstavitve ponudbe. Z objavo se začne časovno obdobje, ki traja od objave do izteka roka, ki bo določen v ponudbi. Interes ponudnika je priprava vsestransko preiščenih ponudbenih pogojev, zato želi čimkasnejšo objavo sporočila. Po objavi sporočila se lahko s konkurenčno ponudbo pojavijo tudi drugi ponudniki.

4.3.3. Prostovoljna ponudba

Prostovoljno ponudbo (voluntary bid) izstavi ponudnik na podlagi lastne odločitve, brez pritiskov zunanjih okoliščin. Ponudnik o svoji nameri obvesti odbor direktorjev ciljne družbe, ta pa obvesti svoje delničarje in Odbor. Ponudnik mora v ponudbi navesti točne podatke o svoji identiteti, finančnem položaju, ponudbeni ceni ter svojih nadaljnjih načrtih glede same družbe, njenega managementa in zaposlenih. Veljavnost ponudbe je najmanj 21 dni in se ob spremembah podaljša

za najmanj 14 dni. V primeru nezavezujoče ponudbe imajo delničarji možnost svoj sprejem do 21 dni po prvotnem izteku ponudbe preklicati. Med trajanjem ponudbe so nakupi delnic cilje družbe dovoljeni, vendar je posledično treba upoštevati višje plačilo za delnice tudi za vse ostale delničarje. Neobvezna prostovoljna ponudba dopušča večji manevrski prostor in svobodnejše oblikovanje ponudbenih pogojev. Pri prostovoljni ponudbi ponudnik svobodno izbira nadomestilo za delnice ciljne družbe, največkrat ponudi kar lastne delnice ali druge vrednostne papirje (share for share offer). Višina nadomestila pa je odvisna zlasti od pogajalske spretnosti ponudnika.

4.3.4. Obvezna ponudba

Obveznost izstavitev ponudbe (mandatory offer) nastane v primeru, ko oseba oziroma skupina oseb, ki usklajeno delujejo, pridobi 30 ali več odstotkov delnic z glasovalno pravico v družbi in v primeru, ko oseba z nakupi delnic kontrolo v družbi zgolj konsolidira. Utrjevanje nadzora združuje v lastništvu od 30 do 50 odstotkov delnic ciljne družbe, z nadaljnimi nakupi v obdobju 12 mesecev pa se lastništvo poveča za 1 odstotek.²⁶ Pridobitelj 30-ih odstotkov delnic z glasovalno pravico je zavezan izstaviti ponudbo, delničarji pa lahko ponudbo samo sprejmejo ali zavrnejo. Ponudba se mora glasiti na vse preostale delnice delniške družbe, z glasovalno pravico ali brez. Prag 30 odstotkov je tista meja, pri kateri je imetnik pripravljen plačati višjo ceno za zagotovitev dejanske kontrole. Delničarji, ki se odločijo za prodajo posledično prejmejo za svoje delnice višje plačilo od tržne vrednosti. V primeru obvezne ponudbe mora ponudnik delničarjem ponuditi nadomestilo v denarju ali pa jim dati možnost samostojne izbire med nadomestilom v denarju ali v vrednostnih papirjih. Višino nadomestila določa že Kodeks. Cena ne sme biti nižja od najvišje cene, ki jo je ponudnik plačal v zadnjih 12 mesecih za delnico cilje družbe. Pri posamezniku ali skupini oseb, ki skupno delujejo (taken together with shares held or acquired by persons acting in concert with him), je k izstavitvi ponudbe zavezan vodilni član skupine ali oseba, ki je z nakupom povzročila nastanek dolžnosti. Oprostitev od obvezne ponudbe se prizna v primeru, ko posameznik kupuje delnice ciljne in se nato združi z drugimi, tako da imajo skupaj v lasti 30 odstotkov glasovalnih pravic. Šele vsi nadaljnji nakupi po njihovi združitvi zavezujejo k izstavitvi ponudbe.

V Veliki Britaniji Odbor odloča o obveznosti izstavitve ponudbe za prevzem zaradi pridobitve posredne kontrole, t.i. verižnega načela. Kadar oseba ali skupina oseb skupaj pridobi kontrolo v eni družbi, več kot 50 odstotkov glasovalnih pravic in s tem pa pridobi ali utrdi kontrolo tudi v drugi družbi, lahko posledično nastane obveznost ponudbe. Pogoj je, da je delež v drugi družbi bistveni

²⁶ Pravilo je zaostreno od leta 1998, prej je dolžnost obvezne ponudbe nastala pri pridobitvi 2 odstotkov delnic z glasovalno pravico.

del premoženja prve družbe ali je bil glavni namen pridobitve kontrole v prvi družbi zagotovitev kontrole v drugi družbi.

4.3.4.1. Vsebina ponudbe

Ponudnik svojo ponudbo preko uprave ciljne družbe naslovi na njene delničarje v obliki ponudbenega dokumenta, ki jim je v pomoč pri odločitvi o prodaji delnic. Uprava je dolžna najkasneje v 14 dneh po prejemu ponudbene dokumentacije z vsebino seznaniti delničarje in predstaviti svoja stališča, tudi glede ponudnikovih načrtov z zaposlenimi. Ponudbeni dokument mora izpolnjevati posebne pogoje, ki jih določa Kodeks in posebna pravila za uvrstitev vrednostnih papirjev v borzno kotacijo (Yellow book). Osnovne sestavine dokumenta so ponujena cena, pogoj za odkup vrednostnih papirjev in datum začetka in konca roka za sprejem ponudbe. Vsebovati mora podatke, ki zadevajo ciljno družbo in v njej zaposlene, načrte v zvezi s poslovanjem družbe po prevzemu, utemeljitev ekonomske upravičenosti prevzema, podatke, ki zadevajo samega ponudnika in njegovo finančno stanje in podatke o kapitalski udeležbi ponudnika v ciljni družbi.

4.3.4.2. Sprejem ponudbe

Sprejem ponudbe se ureja v pisni obliki na posebnem obrazcu. Sprejem po različnih razredih delnic se ureja na papirju različne barve. Obrazec zajema podatke o številu delnic, na katere se nanaša ponudba, prostor za podatke delničarja, opombo veljavnosti sprejema tudi v primeru spremembe ponudbe, dovoljenje za prenos delnic na prevzemnika ter novih delnic na delničarja in zahteva po vračilu obrazca ponudniku v primeru, da ponudbe ne sprejme zadostno število delničarjev. Ponavadi so obrazcu priložena navodila za izpolnjevanje. Ponudnik mora o izidu ponudbe obvestiti borzo s posebnim sporočilom. Določbe sporočila vsebuje Kodeks, ki hkrati določa objavo sporočila prvi delovni dan po dnevu poteka roka za sprejem ponudbe, do 08.30 zjutraj. Sporočilo mora zajemati število delničarjev, ki je sprejelo ponudbo, število delnic, s katerimi je delničar razpolagal v trenutku izstavitve ponudbe in koliko jih je pridobil v času trajanja ponudbe. Delničarji ciljne družbe in javnost morajo dobiti točno informacijo o izidu ponudbe. Zamuda pri objavi izida se lahko kaznuje z začasno prepovedjo trgovanja z vrednostnimi papirji ciljne družbe, lahko pa tudi prevzemne družbe. Najkrajši rok za sprejem ponudbe (first closing date) je 21 dni, sprejem je dopusten do 15. ure tega dne, najdaljši rok (final closing date) pa je 60 dni, do 13. ure.

Ponudnik je pridobil pogojni odstotek glasovnega kapitala, zato mora v skladu s pogoji ponudbe izplačati delničarje. Izplačilo se opravi najkasneje do izteka 81. dne od dneva, ko je bila dana ponudba. Odbor lahko ta rok podaljša. Izplačilo se opravi ob sodelovanju komercialnih bank.

V primeru, da ponudba ne uspe, ker jo ponudnik umakne ali je ne sprejme zadostno število delničarjev ciljne družbe, Kodeks določa pravne posledice. Ponudniku in z njim povezanim osebam je v obdobju 12 mesecev po tem, ko je ponudba ugasnila, prepovedano brez dovoljenja Odbora izstaviti novo ponudbo. Prepovedano je tudi vsako nadaljnje pridobivanje delnic ciljne družbe, če posledično nastane obveznost izstavitve ponudbe. Določila Kodeksa so namenjena varovanju interesov ciljne družbe.

4.3.4.3. *Obrambni mehanizmi*

Po sporočilu o nameri za ponudbo uprava cilje družbe ne more sprejeti nobenih obrambnih mehanizmov, razen s sklepom skupščine. Uprava lahko skliče skupščino še preden je uradno obveščena o nameri za prevzem, če obstaja sum za izstavitve ponudbe. Ponudnik bo skušal storiti vse, da bi preprečil obrambne mehanizme oziroma preprečil informacije pred uradnim obvestilom o njegovi nameri za prevzem. Uprava ciljne družbe brez skupščinskega sklepa ne sme izdati odobrenih, še neizdanih delnic, izdati ali zagotoviti opcij za neizdane delnice, izdati vrednostnih papirjev, ki zagotavljajo pravice za zamenjavo ali vpis delnic, prodati, razpolagati ali pridobiti premoženje večje vrednosti in skleniti pogodbe zunaj rednega poslovanja družbe. Uprava je dolžna izpolniti le pogodbe, ki so bile sklenjene preden je bila dana ponudba. Kodeks določa strogo nevtralnost organa upravljanja.

4.3.5. *Delna ponudba*

Delna ponudba (partial offer) se nanaša na določen, nižji odstotek delnic z glasovalno pravico. Predhodno je potrebno pridobiti soglasje Odbora, ki bo pozitivno v primeru, da ponudnik po uspešni ponudbi ne bo razpolagal z več kot 30 odstotki glasovalnih delnic. Pri ponudbah s ciljem pridobitve več kot 30 odstotkov je soglasje pogojeno z odobritvijo 50 odstotkov preostalih delničarjev z glasovalno pravico. Izjema, ko se ne zahteva odobritev, je 50 odstotkov glasovnega kapitala v rokah enega delničarja. Odstotek, na katerega se nanaša ponudba mora biti natančno določen. Pri prekomernem sprejemu delne ponudbe se morajo ponudniki upoštevati sorazmerno (scaling down). Angleška poslovna praksa ima do delnih ponudb odklonilen odnos. Obstaja prepričanje, da naj oseba, ki si želi zagotoviti kontrolo v družbi, da ponudbo za odkup vseh in ne le dela delnic z

glasovalno pravico. Ponudba je vedno pogojena z zadostnim številom sprejemnikov, zato se ponudnik ne more znati v položaju, da bi odkupil delnice in ne bi dosegel cilja, zaradi katerega se je odločil za izstavitev ponudbe. Dosega praga, ki določa kontrolo v družbi, razglasi ponudbo za nepogojno glede števila sprejemnikov in je namenjena predvsem tistim delničarjem, ki ponudbe še niso sprejeli.

4.3.6. Javne ponudbe

Javne ponudbe (tender offer) so ponudbe za pridobitev dela delniškega kapitala javne družbe na enakopravni podlagi in se ločijo od delnih ponudb. Javne ponudbe ureja SARs za razliko od delnih ponudb, ki jih ureja City Code. Javna ponudba ne more biti naslovljena na 30 in več odstotkov glasovalnih pravic. To ni ponudba za prevzem, ampak je ena od možnih oblik pridobivanja delnic. SARs prepoveduje pridobitev 10 in več odstotkov glasovalnih pravic v roku sedmih dni, če posledično nastane udeležba v višini 15 in več odstotkov.

4.3.7. Sankcije in vloga nadzornih institucij

Odbor je samoregulativni organ, toda kljub temu, da nima suverenosti in ne more pri kršitvah Kodeksa izvrševati pravnih sankcij, je njegovo upoštevanje v zadostni meri sankcionirano. Njegovo upoštevanje je za družbe enako zavezujoče kot zakonska ureditev. Glavno orožje Odbora je javna kritika. Osebam, ki ne spoštujejo Kodeksa, se namreč onemogoči dostop in uporaba kapitalskega trga (Kocbek in drugi, 2002: 387).

Za opravljanje investicijskih poslov je v Veliki Britaniji potrebno dovoljenje SIB-a (Securities and Investment Board) ali od njega priznane institucije SRO (Self Regulatory Organizations, npr. Securities and Futures Authorities), ki skupaj s svojimi člani upoštevajo Kodeks. Sankcije za kršitve so omejitve ali odvzem dovoljenja, članom pa grozi izključitev iz borze. Naklepno ali malomarno navajanje napačnih informacij je kaznivo in ima za posledico odškodninsko odgovornost. Za konkretizacijo dolžnosti služita City Code in SARs.

4.3.8. Ustreznost Kodeksa v postopkih prevzemov

Izkušnje so pokazale, da je Kodeks zadovoljiv okvir v postopkih prevzemov. Po mnenju teorije ima preprosto zgradbo, razumljivost in veliko prožnost, ki omogoča Odboru široko interpretacijo določil ter hitro in učinkovito prilagajanje zahtevam prakse. V Veliki Britaniji v načelu prevladuje odklonilno mnenje do predloga trinajste direktive Evropske Unije, ki predvideva enotno podlago v obliki zakonskega besedila za področje ponudb za prevzeme. Zakonodajni postopki so togi in se težje

odzivajo na potrebe prakse. Zasluge za uveljavljenost Kodeksa je potrebno pripisati Odboru, katerega avtoriteto priznavajo vsi udeleženci trga kapitala.

4.4. Zakonska ureditev prevzemov družb v Nemčiji

Delniška družba (Aktiengesellschaft ali AG) je redka oblika družb v Nemčiji. Prevladuje pravno organizacijska oblika družb z omejeno odgovornostjo (Gesellschaft mit beschränkter Haftung ali GmbH) in komanditna družba (Kommanditgesellschaft ali KG). Majhna razpršenost lastništva delnic, glasovalna pravica bank, sodelovanje delavcev pri upravljanju in koesistenca uprave in nadzornega sveta so ovire za prevzeme. Nemčija se je dolgo upirala sprejemu ustrezne zakonodaje o prevzemih tudi zaradi določb koncernskega prava.

Prostovoljni samoregulativni instrument Übernahmekodex, ki je bil sprejet kot odgovor na naraščanje pomena prevzemov z javnimi ponudbami, se ni obnesel. Oblikovala se je ekspertna skupina za sestavo nemškega zakona o prevzemih, ki je izhajala iz petega predloga 13. direktive o prevzemih. 01.01.2002 je kot rezultat stopil v veljavo Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angebot zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen (BGBl I 2001/72) oziroma zakon o ureditvi javnih ponudb za pridobitev vrednostnih papirjev in za prevzeme podjetij. Glavni del zakona predstavlja Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz (WpÜG), nov zakon o pridobivanju vrednostnih papirjev in prevzemih. Usklajenost celotnega pravnega sistema je posledično zahtevala posege v tudi v druge zakonske in podzakonske akte, pod pooblastili zveznega ministrstva za pravosodje in zveznega urada za trgovanje z vrednostnimi papirji (BAWe). Spremembe zakona o trgovanju z vrednostnimi papirji, o investicijskih družbah, o tujih investicijah, o kreditnih zavodih, o prospektu za prodajo, o delnici, o sodnih stroških, spremembe zveznega pravilnika o taksah odvetnikov, sprememba uredbe o prospektu za prodajo, vrnitev k enovitemu vrstnemu redu uredb, so podzakonski akti, ki pa zaradi uvajanja zakona večinoma še niso bili sprejeti.

Cilj zakona o pridobivanju vrednostnih papirjev in prevzemih ni preprečevanje prevzemov, temveč zagotavljanje preglednega postopka, enakovredno obravnavanje delničarjev in varstvo manjšinskih delničarjev. Namen zakona je povečanje konkurenčnosti finančnega trga in okrepitev gospodarskega položaja Nemčije (Kocbek in drugi, 2002:389).

Razlikuje ponudbe za pridobitev vrednostnih papirjev (Angebote zum Erwerb von Wertpapieren), katerih namen ni pridobitev kontrole v družbi, ponudbe za prevzem (Übernahmeangebote), katerih cilj je pridobitev kontrole v ciljni družbi in obvezne ponudbe (Pflichtangebote), ki so posebna oblika

ponudb za prevzem in jih ponudnik izstavi, ko preseže prag 30-ih odstotkov. Pomanjkljivost zakona je nedefinirano utrjevanje kontrole. Ne obstajajo določbe za primer pridobivanja delnic po ponudbi.

4.4.1. Prostovoljna ponudba

Prostovoljne ponudbe do pridobitve kontrolnega deleža 30 odstotkov se uvrščajo med ponudbe za pridobitev vrednostnih papirjev, t.i. delne prostovoljne ponudbe. Prostovoljne ponudbe z namenom pridobivanja kontrole pa morajo biti usmerjene v pridobitev vseh glasovalnih pravic ciljne družbe ob upoštevanju pravil prevzemnih ponudb.

4.4.2. Obvezna ponudba

Institut obvezne ponudbe je največja noviteta, ki jo je prinesel nov zakon v Nemčiji. Obveznost izstavitve javne ponudbe za odkup povzroči pridobitev neposredne ali posredne kontrole v družbi, posedovanje najmanj 30 odstotkov glasovalnih pravic ciljne družbe. V 30 odstotkov se ponudniku prištevajo tudi delnice, ki jih ima hčerinska družba, tretja oseba za račun prevzemnika, zastavljene delnice z uresničevanjem glasovalne pravice ponudnika ali zastavnega upnika za njegov račun, ki dajejo prevzemniku pravico užitka, ki jih lahko pridobi z enostransko izjavo volje oziroma opcijo in zaupane delnice delničarjev iz katerih po lastni presoji uresničuje glasovalno pravico.

Nadomestilo delničarjem ciljne družbe za pridobljene vrednostne papirje je denar ali tržni vrednostni papirji. Cena se določi na podlagi povprečja borznega tečaja delnic ciljne družbe in tečaja nakupa s strani ponudnika, oseb, ki sodelujejo z njim in njihovih hčerinskih družb.

Kršitelj obveznosti izstavitve ponudbe nima glasovalnih pravic, iz lastnih delnic in delnic z njim povezanih oseb, do odprave kršitve. Korporacijska sankcija se nanaša na celoten lastniški interes pridobitelja v ciljni družbi. V primeru disciplinskega prekrška, ko sam postopek ni popoln, se stranko kaznuje z denarno kaznijo. Denarna kazen pa je predvidena tudi za ciljno družbo, če načrtno ovira ponudbo brez ustreznega pooblastila.

4.4.2.1. Izjeme od obvezne ponudbe

O oprostivah od dolžnosti izstavitve obvezne ponudbe odloča zvezni nadzorni urad na podlagi pisnih vlog ponudnikov. Po pooblastilu zveznega ministrstva za finance bo v uredbi določil še dodatne oprostitve od obvezne ponudbe za odkup. Pri odločitvi upošteva način pridobitve kontrole, namen pridobivanja delnic cilje družbe, razmerja udeležbe v družbi in možnosti uresničevanja kontrole glede na interese ponudnika in imetnikov delnic ciljne družbe. Pri izračunu praga 30

odstotkov se glasovom ne prištevajo transakcije znotraj družinskih podjetij, spremembe pravnoorganizacijskih oblik in prestrukturiranja znotraj koncerna.

4.4.2.2. Obrambni mehanizmi

Obrambna dejanja uprave in nadzornega sveta, ki bi imela za posledico neuspešno ponudbo, so možna samo s pooblastilom skupščine. Sklep skupščine ni potreben v primeru, da obrambna dejanja odobri nadzorni svet ciljne družbe. Skupščina ciljne družbe lahko podeli upravi pravico izvajati obrambna dejanja za preprečitev prevzema največ 18 mesecev pred objavo namere za prevzem, t.i. sprejemanje sklepov na zalogo (Vorratbeschlüsse). Za sklep je potrebna tričetrtinska večina zastopanega osnovnega kapitala, statut družbe lahko določi višjo kapitalsko večino in dodatne zahteve. Pooblastilo mora točno opredeliti vrsto upravičenih obrambnih dejanj, pri izvajanju le-teh pa mora uprava pridobiti tudi soglasje nadzornega sveta.

4.4.3. Vloga nadzornih institucij

Zvezni urad za trgovanje z vrednostnimi papirji (Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, BAWe) nadzira izvajanje zakona v smislu varovanja javnega interesa in izdaja odredbe za kršitve predpisov o trgovanju z vrednostnimi papirji. Z odredbo lahko prepove ponudbo za prevzem in ponudbo za pridobitev vrednostnih papirjev. Pri nadzoru ponudbe pod okriljem BAWe sodeluje poseben strokovni svet (Beirat), katerega člane imenuje zvezno ministrstvo za finance in ima dolžnost poročanja BAWe. O ugovorih zoper odredbe BAWe odloča poseben organ za ugovore (Widerspruchsausschuss). Najvišjo stopnjo za pritožbe na odločitve predstavlja zvezno sodišče (Bundesgerichtshof).

4.5. Ureditev prevzemov družb v Evropski Uniji

Evropska skupnost si že trideset let prizadeva za poenotena pravila pri prevzemih oziroma za sprejetje pravnega akta - direktive (Directive of the European Parliament and of the Council on company law concerning takeover bids). Leta 1974 je bil po nalogu Komisije EU pripravljen prvi predlog, objavljen leta 1989, ki pa je bil kasneje večkrat spremenjen. Prva dva predloga sta zajemala konkretne rešitve, tretji predlog pa je obsegal okvirno direktivo, brez natančnih normiranj. Po drugem predlogu Komisije EU se je oblikoval tudi slovenski ZPre. Za dolgotrajno sprejemanje direktive je bil sporen institut obvezne ponudbe. Države članice so vzporedno sprejemale zakonodajne akte na državni ravni. Peti predlog je predvidel uporabo obvezne ponudbe, vendar je določitev kontrolnega deleža prepuščena državam članicam. 6.6.2001 je bil med institucijami EU dosežen kompromis v

obliki pisne deklaracije, ki Komisiji EU nalaga rešitev občutljivih vprašanj kot so: definicija primerne cene pri obvezni ponudbi (equitable price), iztisnitev delničarjev iz družbe oziroma pravico večinskega delničarja za pridobitev delnic manjšinskih delničarjev (squeeze out) in enakovredno obravnavanje delničarjev v vseh državah članicah (a level playing field). Komisija je imenovala skupino strokovnjakov s področja prava družb (Group of Company Law Experts), ki bo preučila navedena vprašanja, vključno z obrambnimi ravnanji managementa cilje družbe.

Tabela A: Kronologija nastanka direktive

19.1.1989 prvi predlog	Proposal for a thirteenth Council Directive an company law, concerning takeover and other general bids; OJ C 64/89 z dne 14.3.1989.
10.9.1990 drugi predlog	Amended proposal for a thirteenth Council Directive on company law, concerning takeover and other general bids; OJ C 240/90 z dne 26.9.1990
8.2.1996 tretji predlog	Proposal for a 13 th European Parliament and Council Directive an company law, concerning takeover bids; OJ C 162/96 z dne 6.6.1996.
11.11.1997 četrti predlog	Amended proposal for a 13 th European Parliament and Council Directive an company law, concerning takeover bids; OJ C 378/97 z dne 13.12.1997.
19.6.2000 peti predlog - skupno stališče	Commnon position (EC) No 1/2001 of 19 June 2000 adopted by the Council , acting in accordance with the procedure referred to in Article 251 of the Treaty establishing the European Community, with a view to adopting a Directive of the European Parliament and of the Council on company law concerning takeover bids; OJ C 023/01 z dne 24.1.2001.
6.6.2001 kompromis parlamenta in Sveta EU	Takeover Directive compromise agreed by Conciliation Committee, Luxemburg; MEMO/01/216.
4.7.2001	glasovanje v EP - zavrnitev petega predloga direktive
10.1.2002 prvo poročilo skupine strokovnjakov	Report of the High Level Gorup of Company Law Experts on Issues related to takeover bids; http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/index.htm

Vir: Kocbek, Samec, Vindiš (2002): Primerjalni prikazi zakonskih ureditev prevzemov družb nekaterih držav zahodne Evrope, ZDA in Evropske Unije. Inštitut za gospodarsko pravo pri Pravni fakulteti Univerze v Mariboru, Maribor.

Cilj je poenotiti pravila o obveznih javnih ponudbah za odkup na celotnem območju Unije, posledično povečati pretok kapitala in do leta 2005 omogočiti oblikovanje skupnega kapitalskega trga (vrhunsko zasedanje v Lizboni), varstvo manjšinskih delničarjev, enakovredno obravnavanje delničarjev in investitorjev v vseh državah članicah in postavitev minimalnih pravil in zahtev za vodenje ponudb za prevzeme.

Struktura predlagane direktive o ponudbah za prevzem parlamenta EU in Sveta EU (Kocbek, 2002)

- | | |
|--|--|
| 1. člen - Namen | 10. člen - Postopkovna pravila za ponudbo |
| 2. člen - Pojmi | 11. člen - Odbor za stike |
| 3. člen - Splošna načela | 12. člen - Sankcije |
| 4. člen - Nadzorni organ | 13. člen - Revizija drugega odstavka 4. člena direktive |
| 5. člen - Varstvo manjšinskih delničarjev, obvezna ponudba | 14. člen - Sprememba prvega odstavka 1. člena direktive o transparentci 88/627/EEC |
| 6. člen - Informacije | 15. člen - Implementacije direktive |
| 7. člen - Rok za sprejem ponudbe | 16. člen - Začetek veljavnosti direktive |
| 8. člen - Javno objavljanje | |
| 9. člen - Obveznosti upravljalnih organov ciljne družbe | |

4.5.1. Institut ponudbe

Javna ponudba za nakup mora biti po predlogu 13. direktive naslovljena na imetnike vrednostnih papirjev ciljne družbe, lahko na vse imetnike ali na del. Cilj ponudbe je pridobitev kontrole. Ponudba je lahko obvezna ali prostovoljna. Prostovoljna ponudba je prepuščena normiranju državam članicam.

Obvezno javno ponudbo (mandatory bid) je potrebno izstaviti vsem delničarjem ciljne družbe, za vse prenosljive vrednostne papirje z glasovalno pravico. Predlog direktive ne določa prevzemnega praga in primerne cene, ki mora biti ponujena v ponudbi. Skupina strokovnjakov se zavzema za določitev cene najvišje cene, ki jo je ponudnik plačal za vrednostne papirje cilje družbe pred dosego kontrolne udeležbe. Predlaga časovni okvir šestih do dvanajstih mesecev pred pridobitvijo kontrole, določitev pa ostaja v domeni samih držav članic. Države članice so dolžne urediti tudi vprašanje nadaljnjega pridobivanja glasovalnih pravic, ki zavezuje k obvezni ponudbi za odkup (utrjevanje kontrole). Nadomestilo za vrednostne papirje je lahko denarno plačilo in vrednostni papirji. V primeru, ko so ponujeni vrednostni papirji, ki ne kotirajo na borzi, mora biti poleg vrednostnih papirjev ponujeno tudi denarno plačilo.

Peti predlog direktive uvaja institut skupnega delovanja na strani ponudnika in na strani ciljne družbe. Skupno delovanje zajema fizične ali pravne osebe, ki s ponudnikom ali ciljno družbo sodelujejo na podlagi izrecnega, molčečega, pisnega ali ustnega dogovora. Direktiva o transparentci uvaja nov pojem kontrolirana podjetja (controlled undertaking), ki se koncentrirajo s ponudnikom.

4.5.2. Obrambni mehanizmi

Upravi cilje družbe so po petem predlogu direktive prepovedana, od trenutka objave ponudbe do njenega izteka, vsa obramba dejanja, ki bi ovirala postopek prevzema, predvsem izdaja novih delnic. Izjema so obrambna dejanja na podlagi sklepa skupščine v času ponudbe in iskanje konkurenčnega ponudnika. Države članice lahko omogočijo povečanje osnovnega kapitala s skupščinskim sklepom na zalogo, ki pa ne sme biti sprejet več kot 18 mesecev pred izstavitvijo ponudbe (odobreni kapital). Pri izdaji delnic se mora upoštevati prednostna pravica delničarjev, kar ne zagotavlja učinkovite obrambe in podraži prevzem.

Parlament EU se zavzema za liberizacijo stroge nevtralnosti, ki je določena v direktivi. Predlaga pooblastilo nadzornemu organu države članice za ureditev dopustnih obrambnih mehanizmov. Predvideva dovoljene obrambne mehanizme zunaj smernic, s predhodnim soglasjem nadzornega organa in pristojnost organa, da na pobudo imetnikov vrednostnih papirjev z najmanj enim odstotkov glasovalnih pravic prepove nedovoljena obrambna dejanja. Nadzorni organ ne more prepovedati obrambna dejanja sprejeta s skupščinskim sklepom v času trajanja ponudbe. V dvotirni ureditvi mora poleg skupščine obrambna dejanja odobriti še nadzorni svet. Skupaj z mnenjem uprave mora biti objavljeno tudi mnenje predstavnika delojemalcev, če je to podano. Delničarji morajo odločati o izidu ponudbe, zato je uprava vezana na odobritev skupščine od trenutka, ko izve za ponudbo in ne šele od njene objave. To je edini predlog parlamenta, ki ga je komisija sprejela.

Skupina strokovnjakov, imenovana za preučitev 9. člena predloga 13. direktive o prevzemih, ki obravnava obrambna ravnanja uprave ciljne družbe, zavzema stališče, da o uspehu prevzemne ponudbe odločajo delničarji in ne vodstvo ciljne družbe. Priporočila prvega poročila²⁷ skupine strokovnjakov:

- družbe morajo zagotavljati neomejeno razkritje podatkov o kapitalu in kontrolnih delničarjih;
- vodstvo ciljne družbe lahko ukrepa le na podlagi skupščinskega sklepa, sprejetega po objavi namere za prevzem, z navadno večino osnovnega kapitala;

²⁷ Report of a High Level Group.

- v primeru pridobitve 75 odstotkov ali več kapitalske udeležbe (break through) so obrambna dejanja izključena;
- za uporabo posebnih upravičenj oziroma zlatih delnic²⁸ mora obstajati zakonska podlaga;
- za obrambni mehanizem je prepovedano uporabiti statutarno omejevanje prenosa delnic, t.i. vinkulacija delnic.

4.5.3. Vloga države in nadzornih institucij

Nadzor celotnega postopka javne ponudbe za prevzem je v domeni držav članic EU. Država določi organ, urad javnega prava ali zasebno organizacijo, ki ima zakonsko pooblastilo. Nadzor mora potekati nepristransko. Države članice so dolžne oblikovati pravila o bistvenih točkah postopka, pravnih posledicah neveljavnosti ponudbe, pogojih, spremembah, preklicu, reviziji ponudbe, obravnavanju konkurenčnih ponudb. Nadzor ponudbenega postopka tujega prevzemnika je v pristojnosti države članice, v kateri ima sedež ciljna družba ob pogoju, da vrednostni papirji te družbe kotirajo na organiziranem trgu kapitala. V primeru, da kotirajo v drugi državi, je za nadzor pristojen organ te države. V kolikor je takih držav več, pripada pristojnost državi, v kateri so vrednostni papirji najprej začeli kotirati na organiziranem trgu. Če na ta način ni mogoče določiti pristojnega organa, ga izbere ciljna družba sama. Delitev nadzora je možna, ko se z vrednostnimi papirji ne trguje na organiziranem trgu v državi sedeža ciljne družbe. V tem primeru je za pravilnost ponudbene cene, vsebine prospekta, pravil postopka in javne objave pristojen nadzorni organ države EU na že opisan način. Sam način obveščanja delavcev, izračun odstotka glasovalnih pravic za izstavitve ponudbe, pogoje za obrambna dejanja, pa nadzoruje organ države sedeža ciljne družbe po predpisih države sedeža.

Direktiva pooblašča državo članico, da sama določi kazni za kršitve predpisov, ki morajo voditi k spoštovanju sprejetih predpisov direktive in zagotavljanju učinkovitosti sprejete zakonodaje.

4.5.4. Evropska delniška družba

Načrt zamisli o celovitem evropskem kapitalskem trgu vključuje tudi enotno definicijo evropske delniške družbe. 8. oktobra 2001 je Evropski svet sprejel uredbo o statutu Evropske družbe (Council regulation; EC No. 2157/2001 on the Statute for a European Company (SE)²⁹), s katero je v EU podan pravni temelj za ustanavljanje evropske delniške družbe, ki jo bo urejalo nadnacionalno

²⁸ Golden share omogoča državi posebna upravičenja: večkratno glasovalno pravico, konkretno upravičenje odločati o vprašanjih, kontrola lastniške strukture, uporaba obrambnih mehanizmov, soglasja k prenosom delnic. Zlate delnice so dopustne v primeru, da se z institutom break through zagotovi ponudniku uspešno izvedbo prevzema.

²⁹ SE - Societas Europea, Official Journal L 294, 10.11.2001, str. 1-21.

oziroma evropsko pravo in ne korporacijsko pravo posameznih držav. Družbe, ki poslujejo v več državah članicah, lahko ustanovijo le eno evropsko delniško družbo, ki bo lahko poslovala v vseh državah članicah EU z uporabo enotnih pravil. Nacionalno pravo držav članic bo urejevalo le vprašanje vključevanja zaposlenih v upravljalno strukturo delniške družbe oziroma direktivo o delovski participaciji. Evropska delniška družba bo registrirana v registru gospodarskih družb države članice, kjer je sedež družbe, z uradno objavo registracije v Uradnem listu EU.

"Družbe bodo torej imele na voljo opcijo, da izberejo bodisi "nacionalno družbo", ki je urejena z nacionalnim korporacijskim pravom, ali pa da izberejo nadnacionalno - evropsko družbo, ki je urejena v evropski uredbi ter komplementarno dopolnjena z delom nacionalne zakonodaje." (Kocbek, 2002:173).³⁰

Načini ustanovitve evropske delniške družbe so naslednji:

1. združitev dveh ali več obstoječih delniških družb najmanj dveh različnih članic EU;
2. oblikovanje holdinške družbe, ki bo imela v lasti delniške družbe iz najmanj dveh različnih držav članic;
3. ustanovitev družbe hčere družb najmanj dveh držav članic;
4. preoblikovanje javne delniške družbe, ki je imela najmanj dve leti družbo hčer v drugi državi članici.

Predpisan minimalni osnovni kapital v vrednosti 120.000 evrov je relativno nizek, kar bo omogočalo ustanovitev evropskih delniških družb tudi srednje velikim družbam držav članic. Z davčnega vidika bo družba obravnavana enako kot multinacionalke glede na nacionalno davčno zakonodajo. Še vedno pa bo davčni zavezanec tudi v vseh državah članicah, kjer bo imela svoje podružnice. Evropska delniška družba, ki bo nastala z mednarodno združitvijo, se bo po posebni direktivi³¹ izognila dvojnemu obdavčenju.

Uredbo in direktivo morajo države članice implementirati v nacionalne zakonodaje, kar zahteva določen čas. Prve evropske delniške družbe bo tako mogoče registrirati po predpisanem triletnem roku oziroma 8. oktobra 2004. Družbe v Sloveniji, kot polnopravni članici EU, bodo lahko ustanovljale podružnice ali družbe hčere v tuji državi in evropske delniške družbe. Evropska delniška družba bo prednost predvsem v primerih, ko bodo družbe poslovale v več državah članicah hkrati.

³⁰ Podobno velja za gospodarsko interesno združenje, kjer imajo člani možnost izbire med nacionalnim ali evropskim gospodarskim interesnim združenjem. Po vključitvi Slovenije v EU bo možnost ustanovitve evropske GIZ tudi pri nas; novela ZGD-F (509.a člen).

³¹ Directive on eliminating double taxation of cross - frontier mergers (90/434/EEC).

5. PRIMERJALNA ANALIZA IN RAZISKOVALNI SKLEPI

5.1. Primerjava pravnih vidikov prevzemov

5.1.1. Institut prostovoljne ponudbe

V Italiji in Sloveniji lahko ponudnik, ki še ni pridobil kontrolnega deleža, da prostovoljno ponudbo za odkup delnic ciljne družbe. Razlika je v tem, da se mora v Sloveniji prostovoljna ponudba za odkup nasloviti na vse delnice z glasovalno pravico, v Italiji pa je mogoča delna ponudba, kjer ni predpisano minimalno število delnic na katere se nanaša prostovoljna ponudba. Avstrijski zakon dopušča splošne (naslovljene na 100 odstotkov lastniških vrednostnih papirjev z glasovalno pravico) in delne prostovoljne ponudbe. Prostovoljno ponudbo v Veliki Britaniji izstavi ponudnik prostovoljno, brez obveznosti iz City Code. V Nemčiji so prostovoljne ponudbe mogoče do pridobitve kontrolnega deleža 30 odstotkov, t.i. ponudbe za pridobitev vrednostnih papirjev oziroma delne prostovoljne ponudbe. Če pa je namen prostovoljne ponudbe pridobivanje kontrole, veljajo pravila prevzemnih ponudb in morajo biti naslovljene na vse glasovalne pravice ciljne družbe. Po predlagani direktivi EU in predlogu skupine strokovnjakov je normiranje prostovoljnih ponudb prepuščeno državam članicam.

5.1.2. Institut cene

Pri določitvi nadomestila za odkup delnic ciljne družbe je ponudnik v načelu prost, tako v Italiji in Sloveniji. Cena pri obvezni ponudbi za odkup v Italiji ne sme biti nižja od aritmetične sredine povprečne tržne cene delnic ciljne družbe v preteklih dvanajstih mesecih in višje cene, plačane od pridobitelja delnic v istem obdobju. Pri kombinaciji denarja in vrednostnih papirjev je pogoj odkup delnic ciljne družbe v enakem razmerju, kot je ponudnik že pridobil delnice v predhodnih dvanajstih mesecih. ZPre v slovenski ureditvi določa, da zavezanec za obvezno ponudbo ne more ponuditi izplačilo nadomestila v vrednostnih papirjih, ampak mora ponuditi odkup delnic ciljne družbe po najvišji ceni pridobljene delnice. Tudi pri koncentraciji pridobitve v višini 10 odstotkov šest mesecev pred objavo ponudbe mora prevzemnik ponuditi odkup po najvišji ceni pridobljene delnice. Avstrijsko pravo postavlja dve spodnji meji pri ceni obvezne ponudbe; cena mora ustrezati najmanj srednjemu borznemu tečaju posameznega vrednostnega papirja v zadnjih šestih mesecih pred pridobitvijo kontrolne udeležbe v družbi in cena je lahko največ 15 odstotkov nižja od najvišje cene, ki jo je ponudnik plačal oziroma dogovoril za nakup lastniških vrednostnih papirjev v zadnjem letu pred pridobitvijo kontrolne udeležbe. Višino nadomestila ponudbe za odkup v Veliki Britaniji določa Kodeks. V primeru obvezne ponudbe za odkup mora ponudnik delničarjem ponuditi nadomestilo v

denarju ali možnost izbire med denarjem in vrednostnimi papirji. Cena ne sme biti nižja od najvišje cene, ki jo je ponudnik plačal v zadnjih 12 mesecih za delnico ciljne družbe. Nemški zakon ponuja delničarjem ciljne družbe izbiro med izplačilom v denarju ali tržnih vrednostnih papirjih. Pri določitvi cene se upošteva povprečje borznega tečaja za delnice ciljne družbe in pridobitve s strani ponudnika. Strokovna skupina EU se zavzema za najvišjo ceno, ki jo je ponudnik plačal za pridobitev vrednostnih papirjev pred pridobitvijo kontrolne udeležbe. Države članice naj same izberejo časovno obdobje za določitev najvišje cene. Predlog je časovni okvir 6 do 12 mesecev pred pridobitvijo kontrolne udeležbe.

5.1.3. Obrambni mehanizmi

V Italiji lahko ciljna družba uporabi obrambo zoper sovražni prevzem samo z odobritvijo skupščine delničarjev v višini 30 odstotkov osnovnega kapitala. V Sloveniji pa na podlagi skupščinskega sklepa večine oziroma najmanj treh četrtin zastopanega osnovnega kapitala. V Avstriji so obrambni ukrepi dovoljeni, če se je uprava ciljne družbe k temu zavezala pred objavo namere za prevzem ali na podlagi sklepa skupščine, ki je bil sprejet po objavi namere za prevzem. City Code določa strogo nevtralnost organa upravljanja po nameri za ponudbo, ki brez skupščinskega sklepa ne more sprejeti obrambnih mehanizmov. Izpolniti je potrebno vse pogodbe, ki so bile sklenjene pred dano ponudbo. Nemški zakonodajalec pri obrambnih dejanjih dopušča sprejemanja sklepov na zalogo (Vorratsbeschlüsse) do 18 mesecev pred objavo namere za ponudbo za prevzem. Dodatno mora s sklepom soglašati nadzorni svet ciljne družbe in tričetrtinska večina zastopanega osnovnega kapitala. Sklep skupščine ni potreben za opravljanje rednih poslov, pri iskanju konkurenčnega ponudnika in v primeru odobritve obrambnih dejanj s strani nadzornega sveta ciljne družbe. Peti predlog direktive določa izjemo za obrambna dejanja na podlagi sprejema skupščinskega sklepa z navadno večino osnovnega kapitala v času ponudbe in za iskanje konkurenčnega ponudnika. Dovoljeno je povečanje osnovnega kapitala (odobreni kapital) s skupščinskim sklepom na zalogo, ki pa ne sme biti sprejet več kot 18 mesecev pred izstavitvijo ponudbe. Države članice lahko to možnost predvidijo v svojih zakonih. Obrambna dejanja so izključena, če ponudnik pridobi 75 ali več odstotkov kapitala ciljne družbe.

5.1.4. Konkurenčna ponudba

Po uredbi Consob je konkurenčna ponudba možna samo v primeru dejanske alternative za delničarje ciljne družbe ob pogoju, da nadomestilo konkurenčne ponudbe vsaj za dva odstotka presega nadomestilo prvega ponudnika. ZPre ne določa višine nadomestila v konkurenčni ponudbi,

za samo konkurenčno ponudbo pa mora ponudnik pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev. Direktiva EU prepušča obravnavanje konkurenčnih ponudb državam članicam.

5.1.5. Institut obvezne ponudbe

Zavezanec obvezne ponudbe za odkup po italijanski zakonodaji je imetnik več kot 30 odstotkov glasovalnega kapitala v javni delniški družbi. Ponudba se mora nanašati na vse navadne delnice ciljne družbe z glasovalno pravico. Zakon o prevzemih za razliko določa nižji prag v višini 25 odstotkov glasovalne udeležbe za obvezno ponudbo za odkup. Ponudba za odkup pa se mora poleg navadnih delnic ciljne družbe nanašati tudi na prednostne delnice z glasovalno pravico in vse vrednostne papirje s pravico do zamenjave za glasovalne delnice. Zakon o prevzemih v Avstriji določa obstoj kontrolne udeležbe za pridobitev najmanj 30 odstotkov glasovalnih pravic iz delnic, ki stalno zagotavljajo glasovalno pravico. Kontrolna udeležba se domneva tudi v primerih, ko udeleženec sam ali skupaj z drugimi pridobi od 20 do 30 odstotkov glasovalnih pravic in razpolaga z deležem glasovalnih pravic, ki je na zadnjih treh skupščinah predstavljal navadno večino. V Veliki Britaniji nastane obveznost dati ponudbo, če delničar preseže udeležbo 30 odstotkov glasovalnega kapitala (pridobitve neglasovalnih delnic ne štejejo) ali se udeležba med 30 in 50 odstotki v 12 mesecih poveča za 1 odstotek. Prag 30 odstotkov glasovalnih pravic cilje družbe za izstavitev ponudbe za odkup določa tudi Nemčija. Predlog 13. direktive ne določa prevzemnega praga, ki zavezuje k izstavitvi ponudbe za odkup. Določitev praga je v pristojnosti držav članic in posledično tudi določitev postopanja v primeru utrjevanja kontrole.

5.1.6. Kontrolni delež

Prag za obvezno ponudbo za odkup v Italiji vključuje samo navadne delnice z glasovalno pravico, ZPre pa pri določitvi praga upošteva poleg delnic z glasovalno pravico še vrednostne papirje s pravico do zamenjave za glasovalne delnice in nakupne opcije. ZPre na te vrednostne papirje gleda, kot da je bila pravica do zamenjave oziroma nakupa že uresničena. Obstoj kontrolne udeležbe v Avstriji nastane ob pridobitvi najmanj 30 odstotkov glasovalnih pravic iz delnic, ki stalno zagotavljajo glasovalno pravico. Velika Britanija ne upošteva udeležbe v kapitalu oziroma pridobitev neglasovalnih delnic. V Nemčiji pomeni kontrola posedovanje najmanj 30 odstotkov glasovalnih pravic ciljne družbe. Direktiva določa kontrolni delež za pridobljene prenosljive vrednostne papirje z glasovalno pravico.

5.1.7. Oprostitev obvezne ponudbe

Uredba TUF določa izjeme od dolžnosti izstaviti ponudbo za prevzem v primerih, ko je kontrolni delež dosežen:

- izstavitev ponudbe za 100 odstotkov glasovalnih delnic ciljne družbe;
- izstavitev delne ponudbe za najmanj 60 odstotkov glasovalnih delnic ciljne družbe od odobritvi večine manjšinskih delničarjev, prepovedi pridobivanja delnic ciljne družbe 12 mesecev pred, med in po ponudbi in enoletne prepovedi združitve in razdružitve po ponudbi za prevzem;
- prekoračitev praga do 3 odstotkov osnovnega kapitala ob zavezi za prodajo presežka in neizvrševanja upravičenja iz deleža;
- transakcije med povezanimi osebami, združitve in razdružitve;
- drugi delničar kontrolira večino;
- reorganizacija obveznosti zaradi reševanja družbe v finančnih težavah;
- transakcije začasne narave in brezplačni prenosi lastništva.

Zakon o prevzemih določa oprostitev od obvezne ponudbe za prevzem v primerih:

- vrednostni papirji so pridobljeni z združitvami in razdružitvami;
- vrednostni papirji so pridobljeni z neodplačnimi posli;
- reorganizacija obveznosti;
- najmanj 45 odstotna pridobitev glasovalnih pravic ciljne družbe v skladu z ZPre.

Avstrijsko pravo določa zakonske in statutarne izjeme:

- pridobitev na podlagi darilne pogodbe, dedovanja, delitve premoženja ob razvezi, razveljavitvi ali ugotovitvi ničnosti zakonske zveze;
- prenos premoženja znotraj koncerna;
- prenos delnic na ustanovo dosedanjih družbenikov ali svojcev;
- določitev izjem v statutu družbe (najnižji prag je 20 odstotkov).

V Veliki Britaniji je izjema, če posameznik kupuje delnice ciljne družbe in se nato združi z drugimi delničarji, ki ne vedo za njegove nakupe in imajo po združitvi skupaj v lasti 30 odstotkov glasovalnih pravic. Dolžnost izstavitve ponudbe bodo imeli šele nadaljnji skupni nakupi.

Izjeme od dolžnosti izstavitve javne ponudbe za odkup po nemškem zakonu:

- pridobitev na podlagi dedovanja;

- pridobitev z namenom sanacije ali zmanjšanja skupnega števila glasovalnih pravic ciljne družbe;
- posedovanje večjega deleža glasovalnih pravic ciljne družbe s strani tretjega;
- posredna pridobitev ob pogoju, da udeležba v ciljni družbi ne pomeni več kot 20 odstotkov knjigovodske vrednosti aktive ciljne družbe;
- prestrukturiranje znotraj koncerna;
- spremembe pravnoorganizacijske oblike;
- pridobitev s transakcijami znotraj družinskih podjetij.

Oprostitve obvezne ponudbe direktiva prepušča postopku nacionalne zakonodaje držav članic.

5.1.8. Institut utrjevanja kontrole

Italijanska obvezna ponudba za prevzem je nujna, ko delničar že ima lastniški interes večji od 30 odstotkov in manjši od 50 odstotkov in v dvanajstih mesecih pridobi dodatne 3 odstotke glasovalnih pravic. Obvezna ponudba v slovenskem pravu je določena za pridobitev vsakih 5 odstotkov glasovalnih pravic po uspešni ponudbi za prevzem in ni več potrebna, ko ima delničar že 45 odstotkov glasovalnega deleža. Zakon o prevzemih v Avstriji zavezuje k izstavitvi ponudbe za odkup v primeru dodatne pridobitve 2 ali več odstotkov glasovalnih pravic ciljne družbe v 12 mesecih in ni več potrebna, ko ima delničar v lasti 47 odstotkov glasovalnih pravic. Institut utrjevanja kontrole v Veliki Britaniji določa obvezno ponudbo za odkup v primeru, če se udeležba med 30 in 50 odstotki v 12 mesecih poveča za 1 odstotek. Nemčija za primer utrjevanja kontrole nima določbe. Utrjevanje kontrole oziroma pridobivanje glasovalnih pravic po ponudbi za odkup direktiva prepušča določanju držav članic.

5.1.9. Cilji zakonodaje na področju prevzemov

Uredba TUF in komisija Consob na novo oblikujeta italijansko pravno ureditev prevzemov, ki je posledica analiz prejšnje ureditve, prakse in razvoja direktiv v Evropski Uniji. Cilj nove zakonodaje je dati delničarjem možnost prodaje svojih delnic po ceni, ki vključuje kontrolno premijo, čeprav je delničarji ob nakupu niso plačali. Italijanska zakonodaja je fleksibilne narave in skuša zagotoviti preglednost in varnost na trgu kapitala. Institut verižnega načela, residualna in prostovoljna ponudba so trije instituti, ki imajo možnost uporabe tudi v slovenski zakonodaji. V Avstriji poteka privatizacija državnega premoženja. Cilj zakonodaje je ublažitev neenakosti med večinskimi in manjšinskimi delničarji, izboljšanje kapitalskega trga in njegove mednarodne konkurenčnosti. Cilji Kodeksa so zaščita investitorjev, enako obravnavanje delničarjev, njihova svobodna odločitev za prodajo in zagotovitev poštenega trga z delnicami udeleženih družb. Nemški zakon bo okrepil gospodarski

položaj države in povečal konkurenčnost nemškega finančnega trga. Cilj ni preprečevanje prevzemov, ampak zagotavljanje preglednega postopka prevzema delniške družbe in varstvo manjšinskih delničarjev. Cilj EU je poenotiti pravila o obveznih javnih ponudbah za odkup na celotnem območju Unije in posledično povečati pretok kapitala ter do leta 2005 omogočiti oblikovanje skupnega kapitalskega trga. Postaviti je potrebno pravila in zahteve za vodenje javnih ponudb za prevzeme in zagotoviti enakovredno varstvo manjšinskih delničarjev.

5.2. Raziskovalni sklepi

Osnovna teza diplomske naloge se potrjuje skozi celo diplomsko nalogo. Vse opisane države postavljajo na prvo mesto skrb za enakopravno obravnavanje delničarjev, ki je tudi osnovno izhodišče urejanja področja prevzemov. Zakonodaje zagotavljajo varovanje interesov vseh udeležencev na trgih vrednostnih papirjev.

Potrdila se je tudi prva hipoteza naloge. Slovenska ureditev prevzemov je v celoti prilagojena smernicam EU, celo v večji meri kot zakonodaja drugih držav članic. ZPre je v celoti uredil vse institute prevzema, ki so bolj restriktivni od predloga direktive. Cilj zakona je varstvo manjšinskih delničarjev pri prenosu kontrolnega deleža in investitorjev na trgu vrednostnih papirjev. Glavna načela zakona so enako obravnavanje delničarjev, obveznost prevzemnika za izstavitve ponudbe za odkup, dolžnost razkritja podatkov, omejitev obrambnih dejanj, ki bi preprečevala prevzem, zagotovitev ustreznega roka za sprejem ponudbe, preprečitev spremembe tečajev na podlagi notranjih informacij, zagotovitev nemotenega poslovanja družbe med in po ponudbi, možnost konkurenčne ponudbe za prevzem, dolžnost razkritja načrtov ponudnika in mnenja uprave ciljne družbe svojim zaposlenim.

Slovenska ureditev bolj natančno in celoviteje ureja področje prevzemov kot večina tujih ureditev. Dokaz je 4. člen ZPre, ki določa prag za obveznost izstavitve ponudbe v višini 25 odstotkov glasovalnih pravic v družbi. Prevzemnik je zavezan odkupiti preostale delnice z glasovalno pravico in druge vrednostne papirje ciljne družbe, predvsem konvertibilne obveznice in obveznice z nakupno opcijo. Druga hipoteza naloge se je potrdila v petem poglavju s primerjavo pravnih vidikov prevzemov.

"Ne potrebujemo novih zakonov, temveč boljšo prakso in dosledno uresničevanje črke in duha zakonov, ki ščitijo malega delničarja." (Rus, 2002)

6. SEZNAM LITERATURE

Članki:

Bohinc, Rado (1999): "Združitve (pripojitve in spojitve) gospodarskih družb". Podjetje in delo, Gospodarski vestnik d.d., 6-7/1999, str. 1090-1120.

Bruckmüller, Markus (2000): "Avstrijski zakon o prevzemih". Podjetje in delo, Gospodarski vestnik d.d., 1/2000, str. 5-21.

Inštitut za gospodarsko pravo pri Pravni fakulteti Univerze v Mariboru (2002): "Novejše (zakonsko) urejanje prevzemov družb v nekaterih državah zahodne Evrope in ZDA ter harmonizacija v Evropski Uniji". Podjetje in delo, Gospodarski vestnik d.d., 2/2002, str. 373-426.

Knez, Rajko (1995): "Primerjava prevzemov podjetij z vidika konkurenčnega inkoncernskega prava v nemškem pravu". Podjetje in delo, Gospodarski vestnik d.d., 8/1995, str. 1078-1097.

Kocbek, Marijan (1995): "Mednarodnopravna ureditev prevzemov podjetij". Podjetje in delo, Gospodarski vestnik d.d., 4/1995, str. 383-392.

Kocbek, Marijan (1996): "Novi predlog direktive EU o prevzemih". Pravna praksa, Gospodarski vestnik d.d., 362/1996, str. 10-14.

Kocbek, Marijan (1997): "Razlogi za prehajanje od konkurenčne naravnosti k sodelovanju - medpodjetniške mreže povezav". Pravna praksa, Gospodarski vestnik d.d., 379/1997, str. 2-9.

Kocbek, Marijan (1999): "Prevzem z na novo izdanimi delnicami kot nadomestnimi vrednostnimi papirji". Podjetje in delo, Gospodarski vestnik d.d., 3/1999, str. 413-421.

Kocbek, Marijan (1999): "Prevzemi delniških družb". Slovenska korporacija v evropskih razmerah, Slovenski raziskovalni inštitut za management, FDV, str. 198-228.

Kocbek, Marijan (2001): "Novela ZGD-F. Uskladitev z EU in dograditev". Podjetje in delo, Gospodarski vestnik d.d., 3-4/2001, str. 337-355.

Kocbek, Marijan (2002): "Societas Europea - Evropska delniška družba". Podjetje in delo, Gospodarski vestnik d.d., 1/2002, str. 173-175.

Plahutnik, Andrej (2002): "Konkurenca, monopol in povezave ter prijateljske družbe". Borzni fokus, Ljubljana, 19.03.2002.

Prelič, Saša (1995): "Ureditev prevzemov družb v Veliki Britaniji". Podjetje in delo, Gospodarski vestnik d.d., 4/1995, str. 434-446.

Premk, Peter (1995): "Prevzemi in ukrepi pred prevzemi". Podjetje in delo, Gospodarski vestnik d.d., 5/1995, str. 647-652.

Premk, Peter (1996): "Manjšinski delničarji v postopku prevzema delniške družbe". Podjetje in delo, Gospodarski vestnik d.d., 5/1996, str. 718-721.

Rus, Andrej (2002): "Menedžerski odkupi: BTC,SCT, Mercator. Nadzorni sveti se delajo neumne. Kdo jih bo tožil?" Sobotna priloga, Delo d.d., z dne 30.11.2002.

Samec, Nataša (1998): "Pravniško društvo Maribor: Pregled zakona o prevzemih". Pravna praksa, Gospodarski vestnik d.d., 393/1998, str. 37-40.

Samec, Nataša (2000): "Nova pravna ureditev prevzemov družb v Italiji s primerjalnopравnim prikazom". Podjetje in delo, Gospodarski vestnik d.d., 2/2000, str. 245-276.

Samec, Nataša (2000): "Nekateri pravni vidiki uporabe obrambnih mehanizmov pred prevzemi družb". Podjetje in delo, Gospodarski vestnik d.d., 3-4/2000, str. 460-478.

Samec, Nataša (2001): "Gospodarsko pravo: ZGD spreminja tudi obrambo pred prevzemi". Gospodarski vestnik d.d., 38/2001, str. 78.

Vindiš, Jožica (2000): "Poskusi harmonizacije na področju prevzemov v Evropski Uniji". Podjetje in delo, Gospodarski vestnik d.d., 3/2000, str. 603-624.

Samostojne publikacije:

Bešter, Janez (1999): Projekt Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Raziskava Prevzemi podjetij po privatizaciji v Sloveniji, Central & Eastern European Privatization Network, Ljubljana.

Bohinc Rado, Bratina Borut, Pivka Hilda Marija (1999): Pravo gospodarskih družb, FDV, Ljubljana.

International Association of Young Lawyers (1997): Protection of Minority Shareholders, AIJA Law Library, Kluwer Law International, London.

Kocbek, Marijan (1995): Delnice in delniška družba, Gospodarski vestnik, Ljubljana.

Kocbek Marijan, Plavšak Nina, Premk Peter (1997): Zakon o prevzemih (ZPre) s komentarjem, Gospodarski vestnik, Ljubljana.

Prek, Miro (2002): Poslovni vodnik po evropskem pravu, GZS - Oddelek za evropske zadeve, Ljubljana.

Internet:

<http://zakonodaja.gov.si>

<http://www.a-tvp.si>

<http://objave.uradni-list.si>

<http://ius-software.si>

<http://www.consob.it>

<http://www.takeover.at>

<http://www.kodex.de>

<http://www.europa.eu.int>

