

UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE

ANDREJ MAROLT

ORGANIZACIJSKE POSLEDICE PREVZEMOV GOSPODARSKIH DRUŽB

DIPLOMSKO DELO

LJUBLJANA, 2003

UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE

ANDREJ MAROLT

dr. Andrej Rus

**ORGANIZACIJSKE POSLEDICE PREVZEMOV
GOSPODARSKIH DRUŽB**

DIPLOMSKO DELO

LJUBLJANA, 2003

IZJAVA O AVTORSTVU DIPLOMSKEGA DELA

Spodaj podpisani _____, rojen _____

v _____, sem avtor diplomskega dela z naslovom

S svojim podpisom zagotavljam, da:

- je predloženo diplomsko delo izključno rezultat lastnega raziskovalnega dela;
- sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev/avtoric, ki jih uporabljam v predloženem delu, navedena oziroma citirana v skladu s fakultetnimi navodili;
- sem poskrbel, da so vsa dela in mnenja drugih avtorjev/avtoric navedena v seznamu virov, ki so sestavni del predloženega dela, in zapisana v skladu s fakultetnimi navodili;
- sem pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti prenesena v predloženo delo, in sem to jasno zapisal tudi v predloženem delu;
- se zavedam, da je plagiatstvo – predstavljanje tujih del, bodisi v obliki citata, bodisi v obliki skoraj dobesednega parafraziranja, bodisi v grafični obliki, s katerim so tuje misli oziroma ideje predstavljene kot moje lastne – kaznivo po zakonu (Zakon o avtorskih in sorodnih pravicah, Ur. l. RS št. 21/95), prekršek pa bo obravnavan tudi na Fakulteti za družbene vede v skladu z njenimi pravili;
- se zavedam posledic, ki jih dokazano plagiatstvo lahko predstavlja za predloženo delo in za moj status na Fakulteti za družbene vede.

Podpis avtorja:

Ljubljana, _____

Kazalo

Uvod	4
1. Organizacija kot odprt sistem.....	6
2. Upravljanje gospodarskih družb.....	7
2.1. Korporacija.....	7
2.2. Korporacijsko upravljanje	7
2.3. Temeljni problem korporacijskega upravljanja.....	9
2.4. Modeli korporacijskega upravljanja.....	10
2.5. Ozadje finančnega modela	11
2.5.1. Trg prevzemov (»market for corporate control«).....	12
2.5.2. Stroški zastopanja (»agency costs«).....	12
2.5.3. Teorija zastopanja (»agency theory«)	13
2.6. Možnost sporne vloge nadzornega sveta.....	15
2.7. Ozadje modela tržne kratkovidnosti.....	17
2.8. Ozadje modela družbene odgovornosti	18
2.9. Ozadje modela socialne kontrole	19
2.10. Vloga institucionalnih lastnikov.....	19
3. Organizacijske posledice korporacijskih prevzemov	23
3.1. Definicija korporacijskega prevzema.....	23
3.2. Motivi prevzemnikov	24
3.3. Organizacijske posledice prevzemov gospodarskih družb.....	24
3.3.1. Prijateljski vs. sovražni prevzem.....	24
3.3.2. Strateški prevzem	25
3.3.3. Kontrolni prevzem.....	25
- Managerski odkup (Management buyout – MBO).....	26
- Odkup podjetja z zadolžitvijo (Leveraged buyout - LBO)	27
3.4. Pravni postopek prevzema	27
3.5. Notranje informacije	31
3.6. Obramba pred prevzemi	31

4. Študija primera - Lek.....	34
4.1. Lek farmacevtska družba, d.d. – predstavitev družbe	34
4.1.1. Lastniška struktura Leka	35
4.2. Novartis Generics – predstavitev družbe	36
4.3. Dogajanja na kapitalskem trgu.....	36
4.4. Kapitalska družba, d.d. – predstavitev družbe	39
4.5. Slovenska odškodninska družba, d.d. – predstavitev družbe	39
4.6. V pričakovanju na skupščino	40
4.7. Motivi v ozadju prevzema	41
4.8. Skupščina delničarjev Leka.....	42
4.9. Po skupščini.....	44
4.10. Delničarski sporazum	45
4.11. Prevzemni epilog.....	45
4.12. Sklepne misli	46
 Zaključek.....	 48
 Literatura	 50
 Priloga	 52
Slika 1.....	52
Slika 2.....	53
Slika 3.....	53
Slika 4.....	54
Slika 5.....	55

Uvod

V neki točki zgodovine slovenske države smo bili vsi njeni državljani delničarji. Kar pomeni, da je bila lastniška struktura maksimalno razpršena. In nekje v zgodovini slovenske države se je tudi nekdo domislil pospešitve prve prodaje delnic, pridobljenih s certifikatom. Pospešitev je bila namreč njena neobdavčitev. Tako so jih neučakani prodajali, potrpežljivi pa kupovali. In premoženje, pridobljeno s certifikati, se je zaradi takšnih ali drugačnih potreb neučakanih izpraznilo. Nakar se začnejo dogajati korporacijski prevzemi. Sprva nacionalno sporni, kasneje privatno dobičkonosni. In v povpraševanje po delnicah se zopet vrnejo neučakani, kar po eni strani signalizira določeno stopnjo zaupanja v trg vrednostnih papirjev. Preizkus transparentnosti delovanja trga vrednostih papirjev opravljajo korporacijski prevzemi in pod njihovem okriljem korporacijsko upravljanje (oziroma delovanje managementa). Namen tega diplomskega dela je torej prikazati relacije med temi tremi komponentami – korporacijskim upravljanjem, organizacijskim posledicam korporacijskih prevzemov in skozi študijo primera še delovanjem trga vrednostih papirjev. V skladu s tem bom analiziral razmerje med managerji, delničarji in odprto organizacijo.

Diplomsko delo je razdeljeno na štiri poglavja. Na kratko sociološko poglavje o organizacijah kot odprtih sistemih, poglavje o upravljanju gospodarskih družb, poglavje o organizacijskih posledicah korporacijskih prevzemov in poglavje o študiji prevzemnega primera – Lek.

Začne se z zelo kratkim, vendar pomembnim in sociološko podprtim teoretskim poglavjem o organizacijah kot odprtih sistemih, ki je za zgodbo o korporacijskem upravljanju in korporacijskih prevzemih s sociološkega vidika nujno.

Osrednja nit teoretskega poglavja o korporacijskem upravljanju je nadzor nad managementom podjetja, kjer prikazujem, da je učinkovit nadzor nad njim možen s pomočjo teorije zastopanja (»agency theory«). Poleg bistvenega dela tega poglavja – »agency theory«, se na to teorijo navezujeta tudi problem agentov (»agency problem«) in stroški zastopanja (»agency costs«). Dotaknil sem se tudi štirih modelov korporacijskega upravljanja - finančni model, model tržne kratkovidnosti, model družbene odgovornosti in model socialne kontrole. Poleg vsega tega poglavje govori še o možni sporni vlogi nadzornega sveta in čedalje bolj ključni vlogi institucionalnih lastnikov pri vplivu na vodenje korporacij.

Poglavje o organizacijskih posledicah korporacijskih prevzemov odpiram s kratko definicijo prevzema, ki bo tekom poglavja dopolnjena tako s pravnimi (Zakon o prevzemih) kot ekonomskimi temelji (npr. motivi prevzemov). Poleg tega je v nadaljevanju tudi klasifikacija vrst oziroma oblik prevzemov. Ker v poglavju o prevzemih ne moremo iti mimo izkoriščanja notranjih informacij in obrambe pred njimi, imata tukaj svoje mesto tudi ti dve zgodbi.

Tri teoretska poglavja dopolnjujem in podpiram s konkretnim prevzemnim primerom. V ta namen namreč služi zadnje poglavje, tj. študija prevzemnega primera – Lek. Dokaj podrobno opisano prevzemno dogajanje prikazujem z vidika medijev, borznih posrednikov, velikih in malih delničarjev, predvsem pa s predstavitvijo ključnih prevzemnih akterjev. Poleg tega je v tem poglavju kot zanimivost iz prve roke opisan tudi sam potek ključne skupščine delničarjev Leka. Kronološko opisani študiji primera sem sledil od začetka prevzemnega dogajanja pa vse do umika Lekovih delnic z borzne kotacije.

Hipotezi mojega diplomskega dela sta: (1) ločitev upravljalne in lastniške funkcije naj bi bila prepuščena samoregulaciji (oziroma odsotnost potrebe nadzora) trga in (2) korporacijski prevzemi imajo pozitiven učinek oziroma ugodne organizacijske posledice. Pri dokazovanju prve hipoteze izhajam iz teorije zastopanja (»agency theory«), ki kot tržna rešitev predpostavlja, da je ob uspešni optimizaciji treh komponent (trga vrednostnih papirjev, trga managerskega talenta in trga prevzemov), dodatni nadzor nad managementom nepotreben. Argumenti v prid druge hipoteze so spodbujanje delničarstva, višja cena delnice, zaščita delničarja pred slabim managementom, idr. (pri predpostavki, da je prevzem izpeljan po Zakonu o prevzemih, kjer se bo izkazalo, da ta zakon v bistvu ščiti tržne mehanizme in ne malega delničarja).

1. Organizacija kot odprt sistem

»Pomembnost direktorja se ne meri po donosu, ki ga ustvari podjetje za delničarje, temveč po obsegu resursov, ki jih podjetje kontrolira« (Rus, 2003: 5). Vrzel, kako kar najbolje mobilizirati resurse iz okolja, tako zapolnjujejo glavni akterji v organizacijah, še posebej managerji. Njihova naloga je, da posvečajo pozornost za organizacijo pomembnemu okolju, izkoriščajo priložnosti ter se izogibajo nevarnostim. Vse organizacije so namreč odvisne od dobaviteljev resursov (input-ov) in porabnikov končnih izdelkov (output-ov). Ker se je organizacija kot odprt sistem sposobna tako spreminjati kot tudi odzivati na okolje, je lahko korporacijski prevzem tisti del njenega organizacijskega življenja (oziroma eden izmed možnih mehanizmov), ki ji to dejansko omogoča.

Potreba po resursih ustvarja odvisnost med organizacijo in njenim okoljem. S tem, ko organizacije kot odprti sistemi mobilizirajo resurse iz okolja, vplivajo na svoj življenjski cikel oziroma na svojo rast, ki je prej domena lastnikov kot upraviteljev (managerjev). Rastejo lahko bodisi endogeno (z lastnimi viri) bodisi je ta rast pogojena eksogeno (s pomočjo prevzemov, ki jih inkorporirajo v svojo hierarhijo). Sočasno z rastjo organizacije (ki se kaže v velikosti, diverzifikaciji, rasti števila zaposlenih, managerjev, itd.) pa narašča tudi kompleksnost in s tem vprašanje obvladljivosti.

Organizacije so »koalicije spreminjajočih interesnih skupin, ki svoje cilje razvijajo s pomočjo pogajanj; na strukturo koalicije, njene aktivnosti in rezultate močno vplivajo faktorji iz okolja« (Scott, 1987: 23). Ker ima organizacija z okoljem določene interakcije - odvisna je namreč od pretoka ljudi in virov iz okolja, mora zato (organizacija) prepričati svoje udeležence, da vanjo investirajo resurse, energijo in čas, če želi kot odprt sistem preživeti. Kajti nobena organizacija ni samozadostna, vse morajo biti vpete v interakcijo z okoljem kot pogojem za preživetje (glej Scott, 1987: 111).

Kot sem že omenil, so zaradi tega organizacije podvržene vplivom iz okolja. Kajti spremembe, ki se zgodijo v organizacijskem okolju, nenehno postavljajo organizacije pred nove izzive, povzročajo krize in odločilno vplivajo na možnost njihovega preživetja. Organizacije torej lahko propadejo, bankrotirajo ali kako drugače uničijo svoje vire oziroma resurse. Lahko pa jih prevzamejo druge organizacije, katerih namen je učinkovitejša uporaba njihovih resursov. Je že res, da organizacija v tem primeru izgine, toda njeni resursi vsaj ne gredo v nič. In to je tema te diplomske naloge.

2. Upravljanje gospodarskih družb

2.1. Korporacija

S pravnega vidika je korporacija umetna tvorba oziroma neodvisna oseba, ki je ločena od lastnikov in vlagateljev. Tako lahko korporacija sklepa in opravlja posle, pridobiva sredstva, podpisuje pogodbe ter prevzema obveznosti v svojem imenu. Taka korporacija ima večino pravic in vstopa v večino pravnih položajev, kot je to značilno za vsako fizično osebo. To med drugim velja tudi takrat, ko je tožena oziroma toži, plačuje davke, najema zaposlene ter ima bančni račun. Takšna ureditev odgovornosti za njene obveznosti ji na ramena nalaga odgovornost z vsem njenim premoženjem. Delničarjem pa za njene dolgove ni treba odgovarjati. S tem delničarji tvegajo samo tisto, kar so vložili v nakup vrednostnih papirjev (»residual risk«). Lahko rečemo, da je korporacija orodje, s katerim posamezniki vodijo posle. Na splošno je torej ena izmed njenih značilnosti kot umetne tvorbe obstoj, ki ni odvisen od tega, kdo so njeni lastniki oziroma vlagatelji. To pomeni, da lahko delničarji prenehajo obstajati, umrejo ali pa prodajo delnice, in to ne bo vodilo k prenehanju korporacije. Druga lastnost se nanaša na vodenje. Vodi jo direktorski odbor, ki ga izvolijo delničarji. Nikakor pa korporacije ne vodijo kar delničarji sami, ki nimajo pravice vmešavanja v njene posle. Zadnja lastnost govori o prosti prodaji in prenosljivosti lastninskega upravičenja (delnice) na tretje osebe. In to brez odobritve korporacije ter drugih delničarjev. (glej Bohinc, 2001: 132-133)

2.2. Korporacijsko upravljanje

»Korporacijsko upravljanje se nanaša na celoto zakonitih, kulturnih in institucionalnih dogovorov, ki določajo, kaj korporacije lahko delajo, kdo jih nadzoruje, kako se ta nadzor izvršuje in kako so tveganja ter povračila teh aktivnosti, ki jih prevzemajo, razporejena« (Blair, 1995: 3). Korporacijsko upravljanje (lahko tudi vladanje podjetjem) obsega celoten splet odnosov med vodstvom, organi nadzora, delničarji in ostalimi subjekti, ki so vpeti v okolje korporacije (to so t.i. deležniki). Med slednje spadajo posojilodajalci (npr. banke), potrošniki, poslovni partnerji oziroma dobavitelji in zaposleni. Tako delavci za opravljeno delo prejmejo plačo, dobavitelji za surovine dobijo plačano tržno ceno, potrošniki dobijo proti plačilu blago in storitve, posojilodajalci pa v zameno za obrestno mero posodijo kapital.

Že leta 1932 sta Adolf Berle in Gardiner Means ugotovila (ugotovitve so zapisane v knjigi z naslovom *The Modern Corporation and Private Property*), da je zaradi množičnega delničarstva prišlo do razpršene lastniške strukture, katere posledica je močno znižan vpliv

delničarjev na management. Z vzponom institucionalnih investitorjev, ki so v 80-ih letih pridobili na moči, pa je ravnovesje moči zopet prešlo na stran lastnikov. Institucionalni investitorji namreč agregirajo veliko število vlog malih delničarjev, s čimer dosegajo koncentracijo lastništva. Tako po eni strani delničarjem omogočajo zaščito njihovega vložka z vplivom na management, po drugi strani pa imajo delničarji pri takem modelu korporacije višjo likvidnost, kar pomeni, da lahko delnice prodajo takoj, če jim ni všeč poslovanje korporacije. Delnica prinaša imetnikom tudi pravico do dobička. Dobiček pa je tisto, kar ostane po poplačilu vseh obveznosti do države, managementa, zaposlenih, dobaviteljev in ostalih upnikov. Ker so delničarji poplačani zadnji, pravimo, da imajo rezidualno terjatev (»residual claim«), kar pomeni, da se lahko obrišejo pod nosom, če po poplačilu vseh upnikov ne ostane nič denarja za dividende.

Ni pričakovati, da bodo direktorji družb, ki praviloma prej upravljajo s tujim kapitalom kot s svojim (kar je značilno predvsem za družbe, ki so v rokah mnogih razpršenih manjšinskih lastnikov), z njim ravnali enako kot bi ravnali z lastnim, npr. v primeru, če bi šlo za družinsko ali privatno družbo, ki ima ozek krog lastnikov. Kar je že leta 1776 trdil Adam Smith v delu *Bogastvo narodov (The Wealth of Nations)*. Torej, kdo potem s tem kapitalom pravzaprav zares upravlja družbo in kdo je sploh njen lastnik? Je že res, da daje lastninska pravica lastniku pravico imeti svojo stvar v posesti, jo uporabljati, uživati, prodati in z njo razpolagati v mejah, ki jih določa zakon. Vendar, če ima nekdo v lasti delnice nekega podjetja, recimo v vrednosti namiznega računalnika v tem podjetju, to še ne pomeni, da ga lahko odnese in z njim počne, kar koli pač dopušča lastninska pravica. Prav zaradi tega se je povsem zavajajoče in tudi sporno v teoriji vprašati, ali so delničarji tisti lastniki velikih korporacij ali ne. Kaj šele njihovi upravitelji. »Delničarji niso lastniki delniške družbe, ampak zgolj obligacijsko pravni upravičenci iz delnic kot vrednostnih papirjev«¹ (Bohinc, 2001: 24). »Kar si lastnik korporacije lasti, je certifikat, ki predstavlja pravico do sorazmernega deleža korporacije« (Monks in Minow, 2001: 93). Se pravi, da je edina lastnina, ki jo ima delničar, delnica sama, ki mu daje pravico do prodaje, pravico do dela dobička, pravico do glasovanja na skupščini, pravico do odškodninskega zahtevka, če management zanemarja svojo dolžnost, in pravico do ustreznega dela preostalega premoženja po likvidaciji ali stečaju družbe. Prav tako je tudi pametno razmisliti o tem, do katere mere lahko delničarji sploh upravljajo delniško družbo. Dejstvo je, da je upravitelj manager, ki

¹ V nadaljevanju diplomskega dela gledam na lastnike korporacij na ta način.

upravlja s premoženjem, ki so mu ga zaupali lastniki. Zato ker delničarji niso lastniki, so pa »ločeni investitorji, katerih posamezni deleži v podjetju so v primerjavi z vrednostjo celotnega podjetja tipično majhni« (Blair, 1995: 30), vse skupaj pripelje do ločitve upravljske in lastniške funkcije. Prav ta ločitev lastnikov od managementa pa predstavlja temeljni problem korporacijskega upravljanja, kjer prihaja do visoke avtonomije managementa do lastnikov.

2.3. Temeljni problem korporacijskega upravljanja

Margaret M. Blair v svoji knjigi z naslovom *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century (1995)* trdi:

- da je učinkovitost in uspešnost poslovanja podjetja odvisna predvsem od »prostih rok« oziroma zmožnosti svobodnega odločanja managementa za prevzemanje tveganja, sprejemanje strateških odločitev in izkoriščanje naložbenih priložnosti, ko se le-te pojavijo. Podreditev takšnih odločitev managementa glasovanju delničarjev na skupščini bi bila povsem neracionalna. Pa tudi če bi bila praksa že taka, delničarjem poslovanje podjetja praviloma ni blizu, kar pomeni, da nimajo potrebnega znanja in informacij za sprejemanje takih odločitev. Vsekakor pa se mora managementu preprečiti, da bi po nepotrebnem zapravljali resurse in zanemarjal investicije družbe ter tako izkoriščal svojo hierarhično pozicijo in moč, ki je le-tej dodeljena. In to na račun ter škodo delničarjev. Prav zaradi tega delničarji potrebujejo učinkovite mehanizme za kontrolo in brzdanje managementa.
- Iz zgornjega odstavka bi zato lahko sklepali, da bi bila majhna skupina med seboj povezanih lastnikov, ki imajo v svoji lasti velik blok delnic določenega podjetja, sicer zelo učinkovita pri kontroli managementa. Ampak če bi bili zaradi te lastnosti (velik delničar) upravičeni do kakšnih koli dodatnih pravic glede upravljanja, potem bi bilo prav tako potrebno brzdati njihov vpliv in moč, ki izhaja iz posedovanja takega bloka delnic, ker bi imeli s tem neupravičeno pridobljeno prednost pred ostalimi delničarji. Kar je že drugi problem vodenja.
- Da bi se učinkovita kontrola splačala oziroma obrestovala, je potrebno veliko časa in resursov za analize. Prav zaradi tega dajejo investitorji v svojem portfoliju prednost raje likvidnosti in razpršenosti kot pa učinkoviti kontroli. Te prednosti pa niso vedno v skladu s porabljenim časom in resursi, ki so vključeni v kontrolo.
- In še zadnji problem. Ker investitorji potrebujejo točne in zanesljive podatke, se lahko hitro zgodi, da so ti podatki tudi zavajajoči ali popačeni, kar lahko vpliva na

osredotočanje managementa na nepravne ali delne cilje. Prodor takih informacij v javnost pa lahko oslabi konkurenčno pozicijo podjetja.

Če na kratko povzamem, je torej temeljni problem korporacijskega upravljanja ločitev upravljalne oziroma managerske in lastniške funkcije ter nadzor nad managementom.

2.4. Modeli korporacijskega upravljanja

Učinkovitost korporacijskega upravljanja za proizvodnjo bogastva oblikujejo štirje zelo različni pogledi kako rešiti problem upravljanja. Finančni model, model tržne kratkovidnosti, model družbene odgovornosti in model socialne kontrole.

Finančni model predpostavlja, da so korporacije v lasti delničarjev in naj bi bile zato tudi upravljane v njihovem interesu. Ker so delnice velikih podjetij razpršene med številne posameznike in institucije, od katerih jih ima vsak le majhen odstotek, delničarji zaradi te razpršenosti ne morejo izvajati potrebnega nadzora nad managerji. Le-ti zato pogosto delujejo v skladu s svojimi interesi, čeprav s tem včasih delujejo v škodo lastnikov (delničarjev). Druga posledica razpršenosti je, da oropa delničarje moči. Kot sem že omenil, to povzroča ločitev upravljalne od lastniške funkcije. Reforme, ki izhajajo iz predpostavke tega modela, skušajo doseči, da bi bili managerji bolj dovzetni za interese delničarjev. Glavni poudarek finančnega modela je torej na maksimiranju vrednosti za delničarje. (glej Blair, 1995: 12)

Tržna kratkovidnost v nasprotju s finančnim modelom predpostavlja, da managerji v preveliki meri upoštevajo oziroma so preveč pozorni na interese delničarjev. To vodi v kratkovidnost in nestrpnost finančnih trgov, kjer delničarji ne vidijo svojih dolgoročnih interesov. Zaradi nezainteresiranosti v dolgoročne koristi in s tem večje izplačilo, delničarji raje žanjejo kratkoročne dobičke, kar pomeni, da so zato bolj nagnjeni k prodaji svojega deleža. S tem podjetjem, ki poudarjajo trajne investicije v raziskave, razvoj ali drage strategije tržne širitve, nižajo ceno delnic. Zagovorniki tržne kratkovidnosti poudarjajo, da so podjetja na nek način manj uspešna, dosegajo slabše rezultate, ker se management v preveliki meri odziva na kratkoročne pritiske finančnih trgov. (glej Blair, 1995: 12)

Pripadniki tretjega pogleda (**model družbene odgovornosti**) so mnenja, da delničarji popolnoma razumejo, kaj je v njihovem finančnem interesu (tako kratkoročnem kot

dolgoročnem), vendar, kar je optimalno za delničarje, pogosto ni optimalno tudi za ostalo družbo. To pomeni, da korporativna politika, ki ustvarja največ premoženja za delničarje, ni tudi politika, ki ustvarja premoženje za celotno družbo. (glej Blair, 1995: 13)

Socialna kontrola je temelj za zaupanje. Socialni vzvodi kontrole dajejo namreč zaupanju regulativno moč. »Bolj, ko je manager pomemben član managerske elite ali lokalne skupnosti, prej mu bomo zaupali, zato ker lahko tak manager z zlorabo svojega položaja izgubi službo, članstvo v skupini in pripadajoči socialni status, s čimer si zapre dostop do novih priložnosti« (Rus, 2003: 6). Skratka, v tem modelu upravljanja se mehanizem nadzora izvaja prek medosebnih odnosov, kjer je ultimativna sankcija za kršitev lahko tudi izključitev iz skupine. Oblikovana poslovna etika ima namreč v integrirani poslovni skupini »veliko neformalnih vzvodov za izvajanje socialne kontrole in neformalnih sankcij« (Rus, 2003: 14) in tako lažje izvaja kontrolo nad njenimi člani. Z izločitvijo se kršitelja prikrajša tudi za informacije in priložnosti.

2.5. Ozadje finančnega modela

V primeru, da bi bili delničarji lastniki korporacij, bi zagovorniki finančnega modela lahko upravičeno potrdili enakost med maksimiranjem vrednosti delnic in maksimiranjem premoženja, ustvarjenega s strani korporacij. Tako bi se vsa pozornost usmerila samo k doseganju dobičkov za delničarje. Kajti na podlagi finančnega modela vzpostavljene cene delnic na finančnih trgih popolnoma in učinkovito odražajo vse možne informacije in podatke o podjetjih ter so zato najboljše merilo za določanje vrednosti podjetja (glej Blair, 1995: 107). Ena izmed implikacij takšnega upravljanja bi bila po mnenju kritikov tega modela, manjše število zaposlenih, kajti vodjem korporacij ni tuje odpuščanje zaposlenih v zameno za primerno rast delnice. Vprašanje bi bilo samo, kako hitro bodo to storili. Je že res, da imata oba, finančni model in model tržne kratkovidnosti, v osnovi prepričanje, da ima družba največ koristi, če korporacije vodijo za delničarje, ampak ali niso ravno tako (če ne še bolj) pomembni tudi kakšni drugi cilji, v skrajnem primeru tudi taki, ki bi vsaj upravičili pretekla dejanja. Vprašanje na mestu je, ali je maksimiranje vrednosti za delničarje v skladu z interesi širše družbe.

Problem pomanjkanja kontrole s strani delničarjev (z vidika finančnega modela) se kaže v slabših performansah podjetja, medtem ko vodstvo še vedno izkorišča dobro pozicijo ter s tem plačo in bonuse. In kot je v navadi pri nas v Sloveniji, jim za ovratnik pogosto ne diha

niti nadzorni organ. Posebna teža se tem pomanjkljivostim ni dajala, saj se je vedno dogajalo, da se je tehtnica nagnila na stran učinkovitosti.

Eno izmed stanj oziroma načinov za tako učinkovitost izhaja iz razdrobitve premoženja podjetja na čim večje število manjših delov, kar po drugi strani poveča tudi razpršenost lastnikov. Deleže podjetja si s tem lahko privoščijo tudi majhni investitorji, kar pripomore k večji akumulaciji kapitala kot če bi investicije v podjetje prihajale s strani maloštevilnih bogatih posameznikov. S tem, ko je lastniška struktura razdrobljena in razpršena, se odpre pot k diverzifikaciji. Diverzifikacija omogoča investitorjem manjše deleže v številnih korporacijah, saj se z njo (diverzifikacijo) zmanjšuje tveganje. Naslednji prijem, kako lahko ločitev med lastniško in upravljalno funkcijo pripomore k taki učinkovitosti je, da se kar naenkrat pojavi večje število posameznikov (tudi med zaposlenimi), ki so sposobni za upravljanje korporacije in jim za to niti ni treba imeti veliko premoženja. Z ločitvijo teh dveh funkcij so nastali dvomi, kam bo zaneslo management. Bo to še vedno v smeri maksimizacije dobička ali bodo začeli zasledovali druge cilje. (glej Blair, 1995: 96)

2.5.1. Trg prevzemov (»market for corporate control«)

Izkaže se, da odklon od maksimizacije dobička ne bo velik, saj bodo za to poskrbele tržne sile. Le-te naj bi krotile napačno uporabo resursov, tj. takšno, ki naj ne bi bila v skladu z interesi delničarjev. Trg, ki sta ga imela zagovornika v mislih, je trg za delnice podjetja (glej Marris in Manne v Blair, 1995: 61). Kajti v primeru, da management ne bo dovolj učinkovit pri maksimizaciji dobička, bo dal s tem priložnost za zamenjavo drugi, bolj izkušeni skupini oziroma timu, ki bo tako pridobil kontrolo nad podjetjem. Trg za kontrolo podjetja zato predstavlja resno grožnjo neučinkovitemu managementu. In ta grožnja je možnost prevzema. Posledice takšnih zamenjav so višje cene delnic in sčasoma pridobitev popolne kontrole s strani delničarjev, kar vodi do maksimizacije dobička.

2.5.2. Stroški zastopanja (»agency costs«)

Nikakor ne velja, da taki prijemi učinkovitosti nimajo tudi cene oziroma da ne povzročajo stroškov. Stroški, ki izhajajo iz zlorabljanja lastne pozicije s strani managementa, kot tudi stroški kontrole, da bi preprečili take zlorabe, se imenujejo »agency costs«. Lahko se namreč zgodi, da management ne deluje v skladu z interesi delničarjev ter se na tak ali drugačen način okorišča (npr. da bi na račun podjetja vstopali v transakcije, ki so v prid samo njim, ipd.). Vendar »agency costs« in z njim »agencijski problem sploh ne bi obstajal, če bi

notranji direktorji lahko uspešno drug drugega nadzorovali« (Bohinc, 2001: 140). Teorija, ki v smiselno celoto povezuje napisano, se imenuje teorija zastopanja (»agency theory«).

2.5.3. Teorija zastopanja (»agency theory«)

Ozadje finančnega modela je »agency theory«. »Agency theory« podjetja je prevladujoč pristop h korporativni kontroli in temelji na predpostavki, da imajo delničarji (principali) in managerji (agenti) različne interese. »Agency theory« obravnava korporacijo kot splet pogodb med razpršenimi delničarji in managerji, tudi delavci, dolžniki, kupci in dobavitelji, ki imajo bolj ali manj nasprotujoče si interese glede delitve donosov korporacije (glej Jensen in Meckling v Davis in Thompson, 1994: 144). Neskladni interesi med managerji in delničarji (npr. glede politike dividend in nagrajevanja zaposlenih) pa ustvarjajo »agency problem«. »Problem agentov je preprost: če nekomu zaupamo, da se igra z našim denarjem, kako si lahko zagotovimo, da bo delal v našem in ne v svojem interesu« (Rus, 2003: 5). Zaradi tega problema (»agency problem«) med njimi ni mogoče oblikovati popolne pogodbe in hkrati zagotoviti njenega uresničevanja brez določenih stroškov (»agency costs«) (glej Sharpe in Alexander v Bešter, 2000: 21). Delničarji bi namreč radi maksimirali višino dividend, managerji pa bi ta kapital raje vložili v širitev korporacije (kar se nagiba h gradnji imperija), saj je njihov delež v podjetju praviloma majhen (zato preusmeritev pozornosti od dividend). Slednje velja, če sta upravljalna in lastniška funkcija ločeni.

Ker ravnanje managerjev ni v skladu z osnovnim ciljem delničarjev, tj. maksimiranjem dolgoročne tržne vrednosti podjetja, tiči razlog za prevzem podjetja prav v nizki ceni delnic (glej Bešter, 2000: 20-21). Pojavna oblika problema agentov je gradnja imperijev. Managerji se namreč odločajo »za prevzeme zaradi osebnih interesov, saj je rast in velikost podjetij praviloma pozitivno povezana z višjimi nagradami managerjev« (Bešter, 2000: 22). Zaradi teh lastnosti managerji precenjujejo vrednost potencialnih kandidatov za prevzem in tako izvajajo ekonomsko neupravičene prevzeme, ki škodujejo delničarjem, skratka, »prevzeme, ki nimajo racionalnih ekonomskih temeljev in ne prinašajo neto ekonomskih koristi, ampak so le posledica neupravičenega izkoriščanja pooblastil managerjev na račun njihovih delničarjev« (Bešter, 2000: 22).

Gonilna sila za »agency theory« je učinkovito delovanje kapitalskih trgov. Saj se vrednost rezidualne terjatve (»residual claim«) delničarjev odraža v ceni delnice podjetja na borzi – višja ko je pričakovana vrednost prihodnjega presežka, ki ga pridela podjetje, višja je cena

delnice. Kapitalski trgi so učinkoviti v tem, da (1) odražajo najboljšo razpoložljivo informacijo o tem, kaj obeta določeno podjetje, zaradi česar so spremembe v ceni delnic edino primerno merilo korporacijske učinkovitosti. Poleg tega (2) zmanjšajo tudi breme korporativnem pravu, ker priskrbijo mehanizem izbire, ki izloči slabe upravljske strukture brez vmešavanja s strani države (glej Davis in Thompson, 1994: 145). Če predlagana struktura upravljanja ne drži »agency costs« na nizki ravni (»agency costs« so posledica problema agentov), se bo z delnicami trgovalo po nizkih cenah. Učinkoviti kapitalski trgi prav tako (3) zmanjšujejo tudi breme delničarjem, ker eliminirajo potrebo po kontroli, kako so podjetja, katerih lastniki so ti delničarji, vodena (glej Davis in Thompson, 1994: 145).

Ker cena delnic ne odraža podrobnih notranjih informacij o tem, kako dobro je podjetje vodeno, imajo podjetja drugačne mehanizme nadzovanja managerjev. Med drugim so to: učinkoviti trgi managerskega talenta, ki zagotavljajo, da so managerji na dolgi rok plačani primerno njihovem učinku; od delničarjev izvoljena uprava, ki ratificira pomembne odločitve; in koncentrirani (in zato močni) lastniški bloki delnic za podjetja, katerih učinkovitost je težko nadzorovati. V primeru, da vsi ti mehanizmi odpovedo in da je neučinkovit management kriv za padeč cene delnic, bodo učinkovitejši managerji odkupili nadzor nad podjetjem, odpustili dotedanji management in sami bolje vodili podjetje. Za to so nagrajeni s tem, ko podjetje pridobi na vrednosti. Skratka, z zamenjavo manj učinkovitega (oziroma neučinkovitega) managementa je možno povečati vrednost ciljnega podjetja. Povečano vrednost dosežemo z odpravo pomanjkljivosti v vodenju in z odpravo neizkoriščenih poslovnih priložnosti podjetja (glej Bešter, 2000: 17-18). Prezemnik bi z boljšim managementom prispeval tako k maksimiranju koristi delničarjev ciljnega podjetja in prevzemnika kot tudi k narodno gospodarski rasti (glej Bešter, 2000: 32). Kapitalski trgi zagotavljajo, da preživi tista struktura spleta pogodb, ki minimizira »agency costs« in maksimira koristi delničarjev (glej Davis in Thompson, 1994: 145).

Če vam torej uspe optimizirati (1) trg vrednostnih papirjev, kjer je pomembna samo ena informacija, ki odseva tudi kakovost managerske ekipe in je povsem razumljiva vsakemu delničarju – cena delnice, (2) trg managerskega talenta, kjer se iščejo kandidati za vodilna mesta in (3) trg prevzemov oziroma trg, na katerem se trguje s kontrolo nad korporacijami ter »na katerem vladajo mrhovinarji, ki ne prežijo na slaba podjetja temveč na slab management« (Rus, 2003: 7), bo to prineslo donose delničarjem. In točno v tem se nahaja bistvo hipoteze »agency theory«, saj taka struktura javnih korporacij, ki optimizira zgoraj

omenjene sestavine »market for corporate control«, minimizira »agency costs«. »Agency theory« je zato tržna rešitev, ki ima to prednost, da je poceni in zagovarja, da se splača investirati v trg vrednostnih papirjev, da se mora spodbujati managerske talente oziroma potenciale in nikakor ne uničevati trga prevzemov. »Trg je objektivni toliko kolikor je neusmiljen« (Rus, 2003: 6).

Podoben pogled na prevzeme ima tudi Ross, saj jih vidi »kot del trga delovne sile, kjer se srečujeta ponudba in povpraševanje po storitvah managerjev. Delničarji oziroma nadzorni sveti v njihovem imenu na tem trgu povprašujejo po različnih kombinacijah managerskih storitev, medtem ko so managerji nosilci in ponudniki tega spleta posebnih znanj, izkušenj, sposobnosti, razpoložljivega časa in drugih lastnosti« (Ross v Bešter, 1995: 8).

2.6. Možnost sporne vloge nadzornega sveta

»Nerazumevanje odgovornosti do delničarjev je doma ne le med direktorji, temveč tudi med člani in predsedniki nadzornih svetov« (Rus, 2002: 12). Nepreglednost delničarjev nad delovanjem uprav in pasivnost nadzornega sveta (do delničarjev) omogočata managementu, da izkorišča svojo pozicijo tudi v tako podlih primerih kot je managerski odkup brez javne ponudbe in mimo Zakona o prevzemih. Nadzorni svet je tako zaradi lojalnosti do managementa le redko učinkovit v preprečevanju aktivnosti managerjev, ki niso v interesu delničarjev. Lojalnost nadzornega sveta namreč izhaja iz odločilnega vpliva managementa pri njegovi izbiri. Izbira članov pa poteka na podlagi njihovega finančnega interesa v kontinuiteti managementa (glej Shleifer in Vishny v Bešter, 1995: 6). Po vsem tem torej ne bi bilo napačno, če bi rekel, da nadzorni sveti služijo le kot žig in podpis za legitimiranje poslov uprave. Tudi Slovenija ni imuna na take nadzorne svete, ki bi sicer morali zastopati interese delničarjev in ne managementa. Eden izmed takih primerov v Sloveniji je BTC, drugi je SCT in morda se bo med te primere vpisal tudi Mercator. V upravah in nadzornih svetih sedijo prijatelji, ker imajo predsedniki uprav odločilen vpliv na to, kdo bo izbran v nadzorni svet. Seveda predlagajo take ljudi, ki so jim naklonjeni, kar je dvakrat slabo. Prvič zato, ker stari prijatelji niso najboljši nadzorniki (ker radi primaknejo tudi svoj lonček) in drugič zato, ker zaprte skupine starih prijateljev omogočajo nizko raznovrstnost informacij (glej Rus, 2003: 13). In kar je še bolj tragično, pri vseh teh poslih, ko se management dogovarja o odkupu večinskega deleža podjetja pod ceno, za kulisami z velikimi delničarji in mimo interesov malih delničarjev, je prisotna tudi država prek državnih skladov, namesto, da bi nadzorni sveti skrbeli, da delničarji iztržijo najvišjo možno ceno za svojo ponudbo. Zakonodaja je

napisana tako, da zagotavlja enakopravnost vseh delničarjev in ščiti interese malega delničarja. Kajti »v teh podjetjih je zbranih veliko število tudi malih delničarjev, ki so skoraj brez moči ujeti v igro velikih. Njihov glas ne šteje kaj dosti in ker so deleži majhni, tudi nimajo spodbude, da bi se posebej opremili s svetovalci ali da bi se med sabo organizirali v blok« (Rus, 2002: 12). Saj ima management »zaradi vpetosti v dnevno vodenje podjetja veliko več informacij kot njegovi lastniki, ki jim je odgovoren« (Rus, 2003: 4). Management ima namreč zaradi asimetrije informacij možnost, da prireja informacije v lastno korist in v škodo delničarjev (glej Rus, 2003: 4). Vsak delničar lahko zato na podlagi neskrbnosti, konflikta interesov in delovanja na podlagi notranjih informacij dobro pristriže krila nadzornemu svetu. In to s tožbo, ker izgleda, da se nadzorni sveti ne zavedajo odškodninske odgovornosti. Tako zgoraj navedeni primeri s svojim ravnanjem pod vprašaj postavljajo integriteto celotnega sistema korporacijskega upravljanja v Sloveniji.

Skratka, z ločitvijo upravljalne in lastniške funkcije se povečuje potreba po kontroli managementa. Enron in Worldcom sta le dva sodobna primera, kjer so nadzor in vsi zakoni, ki so varovali vlagatelje pred goljufijami in prevarami, nazadnje odpovedali. Zato kontrola ni potrebna samo v primeru malomarnosti managementa, temveč tudi v primeru izkoriščanja svoje pozicije za gradnjo imperijev do razsežnosti, kjer gre že na račun finančne trdnosti podjetja. Kajti ni nujno, da imajo nove pridobitve podjetja sploh kakšno dodano vrednost za delničarje. Vzrok za tovrstno delovanje managementa ni povsem ekonomski, delno verjetno tiči v zadovoljevanju njihovih egoističnih potreb. Kajti neobrzdani egoizem škoduje tudi interesom skupnosti. Managerjeva gradnja imperija se kaže kot »osebni projekt, na katerem preizkuša svoje strateške zamisli in dokazuje svoj ego, svoj talent, svoje ambicije, svoj prav« (Rus, 2003: 5). Nekakšna varovalka za takšno delovanje (grajenje imperijev) je trg prevzemov (»market for corporate control«). Torej mehanizem, ki ga je nevede in s čisto preprostimi besedami opisal prvi mož Pivovarne Laško, Anton Turnšek, ki pravi, »če vodstva podjetij nimajo razvojne strategije, je velika verjetnost, da jih kupi nekdo, ki ve, kaj hoče od podjetja, in ima tudi načrtano pot do uspeha« (Turnšek v Einspieler, 2003: 8). Torej mehanizem, ki deluje na podlagi grožnje prevzema, (ne)učinkovitega managementa in cene delnic. Se pravi, kontrola predstavlja pritisk. Lahko tudi v tolikšni meri, da pride do zamenjave managementa. Trg prevzemov (»market for corporate control«) tako daje enega od odgovorov na vprašanje, kako vzpostaviti najcenejši in najbolj optimalen način nadzora managementa. Ker nakup podjetja za novega lastnika predstavlja visok strošek, je novo-pečeni management prisiljen k precejšnjemu zategovanju pasu, to pa je tisto, kar ga bolj

disciplinira od prejšnjega in ga sili k temu, da optimizira resurse in procese ter ustvarja dobiček.

2.7. Ozadje modela tržne kratkovidnosti

Eden izmed razlogov, ki žene management podjetja v lov za kratkoročnimi dobički, so visoki stroški kapitala. Visoki stroški kapitala so kompenzacija investitorjem za njihov kapital in za tveganje, ki ga prevzemajo z dano investicijo. Za razliko od finančnega modela so v modelu tržne kratkovidnosti cene delnic nezadosten vir za ovrednotenje podjetja ter jim zato zagovorniki tega vidika ne dajejo posebne teže. To pa zato, ker so cene delnic preveč neoprijemljive, da bi se dalo na podlagi le-teh na dolgi rok določiti pravo vrednost prihodnjih zaslužkov. Njihovo variiranje iz dneva v dan in iz tedna v teden je namreč preveliko, da bi se na podlagi tega dalo določiti pravo vrednost podjetja. Čeprav ostaja cena delnic, ki se izoblikuje vsak dan sproti, najboljša napoved njihovih prihodnjih vrednosti. Kar je v bistvu tudi edina poslovna informacija za napoved učinkovitosti podjetja, na katero management ne more direktno vplivati s kakršnimi koli računovodskimi triki. Drugi razlog tiči v ozadju cen delnic, na katere lahko s svojim ravnanjem vplivajo upravljalci portfelja. Kajti njihove nagrade so prav tako pogojene s kratkimi roki v trgovanju na borzi. Posamezne dnevne poslovne novice imajo torej lahko večji učinek na ceno delnic kot bi ga dejansko imele, če ne bi borzni posredniki med seboj tekmovali za višje nagrade. Kakovost informacij so tretji razlog za kratkovidnost. Na podlagi le-teh se upravljalci portfelja odločajo za investicije. Od borznih posrednikov je namreč težko pričakovati, da bodo imeli čas, sploh pa strokovno znanje, da bi bili kos temeljiti analizi vsakega posameznega podjetja, s katerim trgujejo na borzi. Prav zaradi tega so lahko njihove odločitve, ki temeljijo na povzetkih, zavajajoče. In da ne bo pomote, management zaradi tega ni nič manj učinkovit, kaj šele, da bi ga obsodili kratkovidnosti ali da je brez vizije. Odzivajo se namreč na finančni trg, ki jim signalizira, naj spuščajo priložnosti, katerih povračila so prepočasna. In to samo zato, da bi uspeli zadovoljiti želje investitorjev po visokih in hitrih zaslužkih. Včasih se zgodi, da cena delnic managementu spolzi iz rok, saj razlogi za padce v ceni niso nujno v njihovi neposredni kontroli, kar jih lahko nehote naredi ranljive za možnost prevzema. In to povzroča še dodatni pritisk na management. Ironično pri vsem tem pa je naslednje. Delničarji so zadovoljni kljub temu, da se mora management na račun kratkoročnih prihodkov braniti tako, da žrtvuje dolgoročne. Delničarji pa vidijo v tem nekaj pozitivnega.

Vpliv modela tržne kratkovidnosti se danes kaže v višjih obdavčitvah pri prodaji delnic, če se za prodajo odločimo kmalu po nakupu. Visoka obdavčitev na kratke roke naj bi zato spodbujala dolgoročne investicije lastnikov. Zagovorniki tega pristopa imajo v rokavu tudi druge reforme. Ena izmed takih reform je eliminacija četrtnih poročil, ki naj bi management odvrnila od osredotočenosti nanje. Kajti ni povsem izključeno, da cene delnic precenjujejo četrtno zaslužke in podcenjujejo dolgoročne investicije. Zagovorniki finančnega modela svojo kritiko več kot upravičeno utemeljujejo z naslednjimi argumenti. Pravijo, da taki posegi zmanjšujejo likvidnost. Za likvidnost pa vemo, da bistveno zmanjšuje tveganje. Kar posledično zmanjšuje tudi stroške kapitala. V zameno za likvidnost so se investitorji namreč pripravljeno odreči večji kontroli nad managementom (glej Coffee v Blair, 1995: 136). Od lastnikov pa bi se vse prej pričakovalo, da bi bili pozorni na delovanje podjetja in bi tako imeli pod drobnogledom tudi delovanje managementa, ne pa, da bi ob prvih znakih težav prodali delnice. V takih primerih investitorji kažejo nepripravljenost, da bi managerjem, ki morda potrebujejo čas in dodatna sredstva za reševanje teh težav, nudili kakršno koli podporo (glej Blair, 1995: 137). In to še ni vse. Vsakodnevno trgovanje na borzi zmanjšuje napako cene delnic, kar naredi delnico za boljšega pokazatelja dejanskega stanja poslovanja podjetja. Ne glede na številne razlike v njihovih trditvah pa se zagovorniki obeh modelov strinjajo, »da bi bilo korporacijsko upravljanje učinkovitejše, če bi bilo investitorjem na voljo več in boljše informacije, tako da bi cene delnic bolje odražale pravo vrednost podjetij« (Blair, 1995: 135). Po drugi strani pa ima lahko zasutje investitorjev s preveč podrobnimi podatki o poslovanju podjetja ravno obratne učinke.

2.8. Ozadje modela družbene odgovornosti

Čeprav »se v velikih korporacijah osredotoča velikanska ekonomska moč, kjer se sprejemajo odločitve, ki imajo velik pomen in tudi posledice na širšo javnost, okolje in seveda tudi na delničarje, upnike in zaposlene« (Bohinc, 2001: 138), maksimizacija dobička in upoštevanje družbenih razsežnosti poslovnih odločitev nista vsak v svojem kotu, če je poslovna odločitev dolgoročno premišljena. Z razširitvijo področja interesov bi tako več moči dobili delavci, dobavitelji, potrošniki in tudi skupnosti, v katerih korporacije delujejo (npr. zadovoljitev potrošnikovih potreb, zagotovitev pomembnih priložnosti za zaposlitev, prispevanje k blaginji skupnosti in dvigu življenjskega standarda, razne donacije in prispevki različnim ustanovam, itn.). Vzroki za nepopolno uveljavitev tega modela tičijo predvsem v globalni konkurenci, internacionalizaciji finančnih trgov in sovražnih prevzemih (glej Allen v Blair, 1995: 216).

2.9. Ozadje modela socialne kontrole

Če so družbene vezi podvržene kalkulaciji, ekonomskim koristim, egoistični racionalnosti in interesom, ki bi opravičevali podobno obnašanje, ne moremo govoriti o konceptu zaupanja. Skladno z zaupanjem se omenjata tudi komponenti lojalnost in solidarnost. Lojalnost vzdrži posameznike takih dejanj, ki bi lahko ogrozili pridobljeno zaupanje, medtem ko solidarnost poskrbi za pripravljenost oziroma voljnost za izpolnitev dolžnosti v korist drugih, pa čeprav bi bila ta dejanja lahko v neskladju z lastnimi. (glej Sztompka, 1999: 4-25)

V najbolj osnovni definiciji je zaupanje stava na prihodnja dejanja drugih (glej Sztompka, 1999: 4-25). Ker so dejanja, ki so usmerjena v prihodnost, večinoma neznana, predstavlja zaupanje določeno tveganje. Zaupanje je namreč aktivno pričakovanje in soočanje z neznano prihodnostjo, z njim stavimo na negotova in nenadzirljiva bodoča dejanja drugih, kjer se prav lahko zgodi, da bodo imela le-ta za nas negativne posledice, da bo naše zaupanje zlorabljeno in da se bo z njim okoristil nekdo drug.

Zaupanje je torej vselej slepo, saj ne vemo, kako bo ravnal naš partner v transakciji. Toda pričakovanja glede tega, kdo je vreden zaupanja in kdo ne, niso slepa, temveč se opirajo na pretekle izkušnje in socialni kontekst, v katerega je umeščen tisti, ki mu zaupamo. Večja ko je gostota vezi, večja je socialna integracija skupnosti in večji je njen potencial za izvajanje socialne kontrole nad svojimi člani. Z globalizacijo in vse večjo mobilnostjo tako managementa kot investorjev slabi socialna kontrola, zaupanje pa se vse bolj umika anonimnosti tržnih mehanizmov kontrole. (glej Rus, 2001)

2.10. Vloga institucionalnih lastnikov

Institucionalni lastniki (npr. pokojninski skladi, banke, zavarovalnice) naj bi predstavljali tisto vlogo aktivnega nadzornika v korporacijskem upravljanju, za katero pasivni, majhni in razpršeni delničarji praviloma nimajo niti časa niti resursov. »Za Slovenijo je vsekakor značilno, da so le institucionalni vlagatelji dovolj sposobni in imajo dovolj strokovnega znanja, da lahko aktivno upravljajo v korporacijah« (Bohinc, 2001: 75), kar jim omogoča dolgoročne investicije v podjetja. Zagovorniki finančnega modela so celo mislili, da so našli manj sporno alternativo korporacijskim prevzemom (institucionalne lastnike), ki bi še vedno lahko disciplinirala management korporacije (glej Blair, 1995: 180).

Ker je pomemben del nacionalnega gospodarstva še vedno v državni lasti (ni privatiziran), »obstaja nevarnost, da se interesi države kot lastnika podredijo interesom države kot javnega upravitelja ali predstavnika političnih strank« (Bohinc, 2001: 76). Država kot lastnik se torej obnaša podobno kot drugi institucionalni lastniki (glej Bohinc, 2001: 77). Aktivni nadzor institucionalnih lastnikov s svojimi velikimi in diferenciranimi deleži v portfelju med drugim blaži tudi marsikatero težavo, predvsem posameznih malih delničarjev, velja pa tudi za vse ostale delničarje. Za učinkovito kontrolo se mora namreč nameniti veliko resursov, ki lahko na koncu koristijo vsem investitorjem. Tudi tistim, ki k njej niso prispevali ničesar in jih zato imenujemo »free riderji« (najpogosteje so to mali delničarji). Poleg tega lahko stroške, ki jih imajo z analizami, porazdelijo med mnoge investicije.

Vpliv institucionalnih lastnikov na odločitve uprave se odražajo v delničarskem aktivizmu. »Uprave delniških družb so vse bolj pod pritiskom interesnih usmeritev avtoritativnih delničarjev, s čimer prihaja do ravnanj, ki so v korist enim in v škodo drugim delničarjev« (Bohinc, 2001: 78-79). Vendar institucionalni lastniki nimajo nobenih posebnih pravic, ki bi jim za razliko od ostalih delničarjev omogočale kakšne dodatne ugodnosti. Uprava namreč vodi posle družbe samostojno in na lastno odgovornost, vse delničarje podjetja pa mora obravnavati enakopravno. Poleg tega se prepogosto dogaja, da hočejo birokrati (upravitelji institucionalnih skladov), ki nimajo nobenih posebnih veščin, znanj in izkušenj v upravljanju velikih korporacij (blue chipov), posegati v njihovo vodenje. Saj so vse, kar lahko ponudijo, le izkušnje, ki so jih pridobili pri upravljanju s tujim denarjem (glej Wohlstetter v Blair, 1995: 169). Za katere birokrate gre, pa opredeljuje naslednji citat.

»Predstavljajte si, da se slovenska politika in nekakšna strokovna javnost odločita, da je farmacija strateško pomembna za Slovenijo in da paradržavni skladi ne smejo prodati svojih lastniških deležev v teh podjetjih. Recimo, da ima gospod Dragonja s svojo odločitvijo prav (in prepričan sem, da vodstvo Leka in vodstvo Krke o farmacevtski panogi vesta veliko več kot mi vsi skupaj). Pa četudi vodstvo Leka ni sprejelo najoptimalnejše odločitve (naj se javi, kdor zna to oceniti!). Z veliko gotovostjo si upam trditi, da bi politično nastavljeni in poslušni managerji »zafurali« Lek« (Jaklič, 2002: 12).

Lastništvo institucionalnih lastnikov se krepi sistematično in organizirano, tudi s pritiski in predvsem na račun usihanja razpršenih lastnikov. Čedalje večji, bolj profesionalni in dejavni

institucionalni lastniki tako neposredno posegajo v poslovanje korporacij, predvsem tistih, katerih delež imajo v večinski lasti. Še več, njihov domet seže tudi višje - vplivajo tudi na simpatetične politike, da bi si s tem povečali legitimen domet svojih avtoritet v korporacijskem upravljanju. Tako imajo institucionalni lastniki na eni strani vpliv npr. na to, kako so izbrani nasledniki direktorjev, koliko so direktorji plačani, na drugi strani pa posredno vplivajo na oblikovanje zakonov. Pridobiti vpliv nad obojim – podjetji in državo, je res nekaj omembe vrednega.

Iz tega sledi, da edini vzrok za ločitev upravljalške in lastniške funkcije ni samo razpršenost lastniške strukture, ampak tudi zakonske določbe, ki temeljijo na političnih pritiskih in so bile vzdrževane s strani politično vplivnih korporativnih managerjev (glej Roe v Davis in Thompson, 1994: 141).

Namerno dolgoročno investiranje in z njim aktivni nadzor nad managementom v vsakem primeru predstavlja stroške. In to kljub temu, da je investicija zelo dobra. Kajti prav namerna dolgoročna investicija in želja po aktivnem nadzoru nekako obvezuje investitorja, da razvije določena (tudi specifična) strokovna znanja za poznavanje področja, v katerega je investiral. V primeru diverzifikacije investitorja (in institucionalni lastniki so praviloma diverzificirani) se mora upoštevati stroške za vsako posamezno podjetje, ki ga ima investitor v svojem portfelju (glej Blair, 1995: 182). In problem je samo še v tem, da se tako kot jaz, tudi mnogi strokovnjaki sprašujejo, kje bi sploh lahko našli take strokovnjake, ki bi bili seznanjeni s podrobnostmi delovanja vsakega posameznega podjetja v svojem portfelju. Vprašanje je, če sploh obstajajo. Tudi najboljšim korporacijam ter najbolj informiranim investitorjem se namreč zgodi, da ne vidijo prihajajočih problemov. In nič ne kaže na to, da bi močnejši delničarski aktivizem lahko pripomogel k temu, da bi podjetja probleme zaznala prej in jih tako lahko hitreje rešila.

Aktivizem institucionalnih skladov (public employee funds) je omejen s tremi lastnostmi. Njihovo delovanje je namreč usmerjeno bolj politično kot ekonomsko, nihče od njih ni bil za svojo fiduciarno² vlogo izbran glede na zmožnost delovanja kot učinkovit lastnik korporacije,

² »Fiduciaren je nekdo, ki ima pravno obveznost, da skrbi za nekaj, kar mu je nekdo dal v zaupanje« (Blair, 1995: 56). S tem fiduciarnost na ramena managerjev nalaga **skrbnost** (ta od vsakega managerja zahteva, da dela pošteno, skrbno kot bi ravnal vsak razsoden človek v podobnih okoliščinah in na način, za katerega verjame, da je v najboljših interesih korporacije) in **lojalnost** (ta od managerja zahteva, da se vzdrži transakcij v svojo korist na račun korporacije in da se izogiba konfliktom v interesih) pri izvrševanju teh obveznosti.

poleg tega pa ne nosijo niti tveganja izgub, saj je njihova kariera le bežno povezana z uspešnostjo določenega podjetja (glej Blair, 1995: 186).

Dejstvo je, da institucionalni lastniki z vsemi svojimi lastnostmi, dobrimi in slabimi, ne rešujejo problema agentov («agency problem»), ampak se od njega samo oddaljujejo. To pa zato, ker s svojo vlogo aktivnega nadzornika dodajajo še en sloj nadzora med management in končne koristnike. Zdi se, da je z vsakim dodatnim slojem nadzora, ki je bolj oddaljen od končnega koristnika, manj verjetno, da je tak nadzor tudi učinkovitejši. Konec koncev je naloga nadzornega sveta in ne institucionalnih lastnikov, da kontrolira upravo in ustvarja vrednost za investitorje. Po vsem napisanem, kaj torej sploh še preostane institucionalnim lastnikom kot velikim delničarjem? Nič drugega kot potencialen vpliv na management. To pa ima vsak delničar. Bistvo je v tem, da institucionalnih lastnikov in njihovih diverzificiranih portfeljev ne zanimajo tvegane naložbe v posameznih podjetjih, ampak samo celotno (sistematično) tveganje njihovih investicij (glej Blair, 1995: 188). Celoten donos portfelja bo namreč na določeni stopnji skupnega tveganja večji, če vsa podjetja v portfelju sodelujejo v visoko tveganih strategijah, ki prinašajo velike dobičke. Če seveda uspejo in dokler so verjetnosti za neuspeh v posameznih podjetjih med seboj nepovezane.

3. Organizacijske posledice korporacijskih prevzemov

Je prevzem nekaj dobrega ali nekaj slabega? So prevzemi pravšnji mehanizmi korporacijskega upravljanja za discipliniranje managementa ali so samo megalomanska dejanja s strani prevzemnika nekega podjetja? Še huje - so prevzemi orodja v rokah špekulantov in predvsem kradljivcev? (glej Blair, 1995: 104)

3.1. Definicija korporacijskega prevzema

Prevzem je moment transformacije družbe in je ena najpogostejših oblik prestrukturiranja poslovanja. S prevzemom prevzemnik pridobi določen delež lastninskih pravic (delnic) prevzetega oziroma ciljnega podjetja, ki mu zagotavlja kontrolni delež in z njim možnost odločilnega vplivanja na poslovanje prevzetega podjetja. S prevzemom (oziroma z odkupom delnic - ponudba za prevzem) se torej lahko pridobi nadzor nad določenim podjetjem. Prevzem na ta način pomeni nakup zadostnega števila (lahko tudi vseh) delnic (»equity«³) z glasovalno pravico neke odprte delniške družbe. Nakup se opravi neposredno od njenih delničarjev. Cilj prevzemnika je pridobitev tolikšnega števila delnic, ki mu zadoščajo za prevzem nadzora nad podjetjem (glej Bešter, 1995: 15). Po opravljenem prevzemu sta ciljno podjetje in prevzemnik še vedno ločeni pravni osebi, ker ostane ciljno podjetje po prevzemu največkrat nespremenjeno. Prevzemnik zato ni odgovoren za obveznosti ciljnega podjetja.

Prevzemi so koristni za uspešnost podjetja predvsem zato, ker korigirajo obnašanje managementa, ki je lahko nagnjeno k ustvarjanju imperijev, in zvišajo vrednost za delničarje (glej Blair, 1995: 106). Zato se struktura slovenskega gospodarstva, predvsem zaradi prevzemnih aktivnosti, spreminja bistveno hitreje kot bi se brez njih. Bešter (2000: 36) med drugim v svoji doktorski disertaciji navaja, da prevzemi omogočajo hitrejše in učinkovitejše prezaposlovanje proizvodnih dejavnikov med podjetji, da so katalizator dezinvesticij, kadar drugi mehanizmi odpovedo, in da bistveno prispevajo k razreševanju problematike upravljanja in delovanja sodobnih delniških družb. Poleg tega navaja, da prevzemi zmanjšujejo problem agentov (»agency problem«) in prispevajo k uresničevanju osnovne pravice delničarjev, tj. maksimiranje njihovih koristi (kot investitorjev in nosilcev finančnega tveganja), saj se zaradi prevzemnega dogajanja cena delnic podjetja v povprečju dvigne za okoli 33 odstotkov. »Cena, ki običajno velja na trgu, velja za manjšinskega delničarja, medtem ko ima nadzor dodatno vrednost« (Mramor, 2002: 8). Torej je ravno nadzor tisti,

³ »Equity« je kapital, v katerega štejemo vse izdane delnice podjetja.

zaradi katerega prevzemnik preplača delnice. »Gledano v celoti naj bi imeli prevzemi podjetij pomembne pozitivne učinke tako za lastnike podjetij kot za narodna gospodarstva v celoti« (Bešter, 2000: 36).

3.2. Motivi prevzemnikov

V ozadju prevzemov tičijo mnogi motivi, ki so povezani tako z interesi lastnikov kot tudi upraviteljev in niso vedno le domena njihove ekonomske racionalnosti. »Nekateri prevzemi so enostavno posledica neracionalnih osebnih ciljev managerjev ali na primer političnih dejavnikov, ki jih ni mogoče racionalizirati v okviru ekonomske logike« (Bešter, 2000: 28). Pomembno funkcijo med motivi imajo strateški (npr. omejevanje konkurence) in finančni dejavniki (npr. povečana zmogljivost zadolževanja). Velik interes za povezovanje ima prevzemnik tudi zaradi nadzora, ki ga pridobi z nakupom večjega deleža podjetja (zamenjava nesposobnega managementa). Zelo mamljiva in zato zanimiva sta tudi trg (rast s ciljem doseganja ekonomije obsega) in premoženje, ki si ga prevzemnik prilasti s prevzemom. V premoženje med drugim štejemo nepremičnine, tehnologijo in know-how. S prevzemom pripadajo prevzemniku tudi poslovni partnerji in management, ki jih lahko na podlagi (ne)učinkovitosti obdrži ali pa tudi odslovi. Drugi motivi so še generična ali diverzificirana rast, želja po upravljanju vse večjega podjetja, nadomestila in prestiž managerjev, izraba notranjih informacij, polna zaposlitev virov podjetja s poudarkom na boljši izkoriščenosti managementa, davčne prednosti, podcenjenost delnic podjetja, idr. Predvsem pa je zanimivo, da se javno navajani motivi »pogosto razlikujejo od pravih, ki jih udeleženci v prevzemu zaradi taktičnih razlogov ali celo s ciljem zavajanja drugih interesnih skupin in javnosti ne razkrivajo« (Bešter, 2000: 28).

3.3. Organizacijske posledice prevzemov gospodarskih družb

3.3.1. Prijateljski vs. sovražni prevzem

Na podlagi stališča do managementa delimo prevzeme na prijateljske in sovražne. O prijateljskem prevzemu govorimo takrat, ko se managementa ciljnega in prevzemnega podjetja strinjata o prevzemu. Kadar prevzemnik pridobiva lastniški delež brez tovrstnih interesov managementa ciljnega podjetja, pa govorimo o sovražnem prevzemu. Prevzemi podjetij so sovražni managementu in ne delničarjem, saj se delničarjem pri sovražnem prevzemu praviloma ponudi višjo ceno za delnice kot pri prijateljskem. V sovražnih prevzemih se motivi, ki jih navaja prevzemnik, in motivi, ki jih navajajo managerji ciljnih podjetij, razlikujejo. Tako da »ni enostavno ugotoviti, kdo s svojim komuniciranjem poskuša

vplivati na svoje delničarje in javno mnenje le zaradi osebnih interesov« (Bešter, 2000: 10). Je pa res, da je po izpeljanem prijateljskem prevzemu »lažje izvesti proces integracije prevzetega podjetja v nov poslovni sistem« (Lahovnik, 2002: 13). Brez soglasja managementa lahko nadzor nad podjetjem pridobimo na dva načina (glej Blair, 1995: 62-63). Prvi način je »proxy fight«, kjer outsider izzove obstoječi management s predložitvijo seznama alternativnih direktorjev. Namen tega je pridobitev naklonjenosti delničarjev. Drugi način je »tender offer«. Z njo ponudnik javno objavi nakup delnic po določeni ceni. Da se na ponudbo odzove čim večje število delničarjev, se cena delnic nastavi nad tržno ceno. Tako se zaobide management in skupščino delničarjev. Sovražni prevzemi so »najpogostejši v usihajočih dejavnostih, kjer managerji ne uspejo ali nočejo pravočasno zmanjšati obsega poslovanja« (Bešter, 1995: 82). Do sovražnih prevzemov prihaja tudi v dejavnostih hitrih sprememb, ki se jim management ne zna prilagoditi. Tako »vztrajanje managementa pri velikem obsegu poslovanja je lahko odraz poizkusov ohranjanja lastnega položaja ali tudi delovnih mest zaposlenih« (Bešter, 1995: 82).

3.3.2. Strateški prevzem

Strateški prevzem je s preprostimi besedami prevzem dobrega podjetja (»playerja«) v določeni regiji, ki bi jo prevzemnik rad pokrival. Zelo aktualen primer take vrste prevzema je bila Pivovarna Union in njen prvi prevzemnik Interbrew ter konkurenčna ponudba Pivovarne Laško. V strateških prevzemih gre torej bodisi za horizontalno obliko prevzemov, ki povezuje podjetja z enako proizvodnjo, bodisi za vertikalno obliko prevzemov, ki temeljijo na podjetjih, katerih proizvodnja se med seboj dopolnjuje (npr. izdelovalci končnega produkta in izdelovalci sestavnih delov). Horizontalni način omogoča ustvarjanje velikih, tržno močnih in tudi monopolnih podjetij, medtem ko je temeljna prednost vertikalne oblike prevzemov zmanjšanje transakcijskih stroškov. Obe obliki prevzemov sta lahko tudi geografski (glej Tajnikar, 2000: 26-27). Najprej lokalno in regionalno, potem pa nacionalno in globalno. Posledica tega je nastanek velikih »playerjev«.

3.3.3. Kontrolni prevzem

Namen kontrolnega prevzema je prestrukturiranje starega podjetja. Organizacijske posledice kontrolnih prevzemov so odpustitev dosedanjega managementa, številno odpuščanje delavcev in prodaja podjetja po kosih. Subjekti, ki izvajajo kontrolne prevzeme, se imenujejo »corporate raiders«. Dve izmed oblik kontrolnega prevzema sta managerski odkup (MBO) in odkup podjetja z zadolžitvijo (LBO).

▪ **Managerski odkup (Management buyout – MBO)**

Pri klasičnem prevzemu, tj. managerskem odkupu, se išče slabo podjetje, ki se poceni odkupi in uredi. Managerski prevzem je toliko lažje izpeljati, če smo v podjetju, po katerem hrepenimo, zaposleni v upravi. Tako lahko managerji takšnih podjetij (tudi v navezavi z zunanjimi investitorji) na podlagi notranjih informacij lažje prevzamejo svoje podjetje. Seveda pa se managerji v takih primerih trudijo, da bi bili čim manj izpostavljeni kritični presoji laične in strokovne javnosti. Edina spornost managerskih odkupov je v tem, da so radi izpeljani mimo Zakona o prevzemih in po Zakonu o gospodarskih družbah⁴. Zakon o prevzemih namreč predpisuje v potek prevzema javno ponudbo, zaradi katere bi cena delnice dosegla višjo raven, kot pa če bi se temu zakonu ognili. Povsem znano je, da so v skladu z Zakonom o prevzemih največji in takojšnji koristniki prevzemov delničarji prevzetih in ne prevzemnih družb. Torej tistih podjetij, ki so pred prevzemom kotirala na borzi in bila prevzeta v skladu s tem zakonom. Žal pa je bilo mnogo slovenskih podjetij prevzetih preden je bila dana javna ponudba za prevzem. »Prevzemniki so si z nakupi delnic ciljnega podjetja preko povezanih oseb najprej zagotovili večinski, običajno več kot 50-odstotni delež podjetja in šele nato objavili javno ponudbo za prevzem« (Lahovnik, 2002: 13). In ne samo, da tak način prevzema ni (bil) sankcioniran, omogoča celo različne cene za delnico. Kar se po Zakonu o prevzemih ne bi zgodilo. In kdo je bil/bo pri tem najbolj oškodovan? Prav gotovo pasiven manjšinski delničar, katerega bi moral v prvi vrsti varovati zakon, taka dejanja pa bi morala preprečiti Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP).

Uspeh managerskega odkupa temelji na dveh pogojih: (1) ciljno podjetje je moralo imeti dovolj prostih denarnih tokov, da je pri določeni prevzemni ceni lahko financiralo odkup lastnih delnic in (2) da so preostali lastniki pripravljene pri ponujeni ceni prodati svoje delnice ter tako izstopiti iz podjetja (glej Lahovnik, 2002: 13). Vendar se postavlja vprašanje, kakšen bo razvoj podjetja, ki mora veliko denarnih tokov namenjati financiranju kreditov. Po drugi strani pa so z nakupom managerji postali aktivni večinski lastniki, kar bi jih moralo visoko motivirati za uspešnost bodočega poslovanja podjetja, saj so očitno presodili, da se jim bo to dolgoročno obrestovalo.

⁴ Členi: 240, 241, 242 in 243.

▪ **Odkup podjetja z zadolžitvijo (Leveraged buyout - LBO)**

»LBO je mehanizem, ki ponovno naravna lastniške in upravljalne pravice na način, ki naj bi bolje razporejal tveganje, nagrajevanje in odgovornost« (Blair, 1995: 287). LBO se izpelje tako, da ključni managerji in zelo ozek krog investorjev pokupi delnice podjetja, ki tako skoraj vse končajo v privatnih rokah. In tako javna delniška družba postane privatna in zaprta. Skratka, LBO je prevzem podjetja z uporabo najetih kreditov, ki se jih zavaruje s premoženjem ciljnega podjetja, lahko pa tudi z osebnim premoženjem investorjev. LBO se financira z zelo visokimi zadolžitvami, tudi 10:1 v korist dolga (»debt«) glede na lastniški kapital (»equity«). Dolgove se plačuje iz prihodkov tega podjetja. Tako se morajo managerji, ki se spustijo v LBO, ponavadi odreči mnogim svojim razvadam. Ena takšnih razvad, ki dobro ilustrira odnos vodilnih managerjev do denarja, je naročilo F. Rossa Johnsona, CEO⁵-ja korporacije RJR Nabisco (od 1984 do 1989) svoji tajnici, preden gre na zabavo pred božičem (za praznični čas je namreč značilno dajanje visokih napitnin): »Get me an inch of the fifties, will you?« (Johnson v Burrough in Helyar, 1991: 23), ki ga namenoma puščam v izvorniku. Odkup podjetja z zadolžitvijo (LBO) se od managerskega odkupa (MBO) razlikuje v tem, da skupina investorjev ni sestavljena le iz članov managementa podjetja. »Kandidati za LBO so najpogosteje podjetja, ki so v preteklih letih poslovala dokaj stabilno, imajo majhne možnosti rasti in sposobnost ustvarjanja precejšnih denarnih tokov« (Bešter, 1995: 45-46). LBO je tudi način, kako se management izogne nezaželenemu prevzemu.

3.4. Pravni postopek prevzema

»Pravičen« prevzem poteka po Zakonu o prevzemih (ker je najbolj »pravičen« do vseh lastnikov - delničarjev). V skladu s tem zakonom se prevzem začne z objavo namere za prevzem. Namero za prevzem se pošlje Agenciji za trg vrednostnih papirjev (ATVP), upravi ciljne družbe in Uradu za varstvo konkurence. Po nameri za prevzem sledi javna ponudba za prevzem skupaj s prospektom. Nadzorni organ, ki ugotavlja, ali izvajanje prevzema poteka v duhu zakona, je Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP). V času prevzemnega dogajanja je naloga ATVP med drugim tudi izdaja dovoljenja za ponudbo za odkup in da presodi, ali so objavljene vse pomembne informacije, ki jih delničarji ciljne družbe potrebujejo za svojo odločitev. »Izdaja dovoljenja za ponudbo za odkup je centralna točka celotnega procesa prevzema« (Juhart, 2000: 42). Ker trgovanje z vrednostnimi papirji ciljne družbe med potekom prevzema ni blokirano, lahko prevzemno dogajanje v času čakanja na

⁵ Chief Executive Officer (direktor).

izid ponudbe za odkup popestri kakšna konkurenčna ponudba. Po zakonsko določenem pretečenem času (po objavi javne ponudbe za odkup) se ugotovi (ne)uspešnost prevzema. »Prva predpostavka za izdajo odločbe o uspešnosti je izpolnitev količinskega praga, če je bil ta določen s ponudbo« (Juhart, 2000: 46). V kolikor je bil prevzem uspešen, se krog prevzemnega dogajanja sklene z izpolnitvijo denarnih obveznosti do sprejemnikov ponudbe.

Ker Zakon o prevzemih ureja način in pogoje za izvedbo prevzemov delniških družb, je njegov glavni namen predvsem zaščita malih delničarjev, ne pa varovanje ciljnih družb (družb, ki so predmet prevzema). Gre za to, da prevzemnik ne bi kupil kontrolnega deleža po eni ceni, malim delničarjem pa bi ponudil odkup preostalih delnic po drugi ceni. Nižji seveda.

Osnovna načela tega zakona so: **(1) Javna ponudba za odkup.** To je »javno objavljen predlog za sklenitev pogodbe o prodaji vrednostnih papirjev ciljnega podjetja, ki je naslovljen na vse imetnike teh vrednostnih papirjev« (Bešter, 1997: 44). Obvezne sestavine javne ponudbe za odkup so navedba vrednostnih papirjev, ki so predmet ponudbe za odkup, cena, po kateri se ponudnik zavezuje odkupiti vrednostne papirje, natančno določen rok za plačilo vrednostnih papirjev ter datum začetka in konca roka za sprejem ponudbe za odkup (glej 11. člen Zakona o prevzemih). Javno ponudbo za odkup vrednostnih papirjev mora prevzemnik dati, ko pridobi ali želi pridobiti delež vrednostnih papirjev ciljne družbe, ki mu zagotavlja najmanj 25-odstotno glasovalno pravico. Za pooblaščne investicijske družbe, Slovenski odškodninski sklad in Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja (danes sta to SOD in KAD) je ta prag postavljen na 40 odstotkov. Pred javno objavo ponudbe za odkup delnic mora ponudnik o svoji nameri obvestiti Agencijo za trg vrednostnih papirjev (ATVP), upravo ciljne družbe in Urad za varstvo konkurence. **(2) Enako obravnavanje vseh delničarjev.** Prevzemnik mora vsem delničarjem ciljnega podjetja ponuditi odkup pod enakimi pogoji (enako ceno, enako menjalno razmerje, ipd.). **(3) Zaveza za prevzem** ob dosegu zakonskega praga 25-ih odstotkov delnic. Prav tako lahko javno ponudbo za odkup vrednostnih papirjev da tudi oseba, ki še nima več kot 25 odstotkov delnic ciljnega podjetja in želi opraviti prevzem. **(4) Načelo transparentnosti** oziroma dolžnosti razkritja podatkov in informacij o prevzemu. »Načelo je namenjeno zmanjševanju asimetrije na trgu informacij o vrednostnih papirjih ciljnega podjetja, s tem pa se zmanjšujejo tudi možnosti za trgovanje na osnovi insiderskih informacij« (Bešter, 1997: 43). In še **(5) omejitve v obrambnih**

aktivnostih managementa ciljnega podjetja, katerih edini namen je preprečiti prevzem, zato mora za nekatere obrambne mehanizme pridobiti soglasje skupščine delničarjev.

Prevzemnik mora najkasneje v tridesetih (30) dneh od datuma, ko je izrazil namero za prevzem, javno objaviti prospekt za odkup. Obvezne sestavine tega prospekta so podatki o ponudniku, družbi (izdajatelju vrednostnih papirjev, na katere se nanaša ponudba za odkup), podatki o družbah, ki v zvezi s ponudbo za odkup delujejo v svojem imenu in za račun ponudnika, in družbah, ki so v razmerju povezane družbe s ponudnikom. Prospekt mora vsebovati tudi ceno, po kateri se odkupujejo vrednostni papirji, ter osnovo za določitev te cene, podatke o vrednostnih papirjih, na katere se nanaša ponudba za odkup, morebitno najmanjše število ali odstotek celotne izdaje vrednostnih papirjev, ki mora biti prodan, da je ponudba za odkup uspešna, podatke o številu in vrsti vrednostnih papirjev, na katere se nanaša ponudba in ki jih je ponudnik pridobil pred ponudbo za odkup, ter podatke o roku in načinu plačila, ki je ponujeno v ponudbi za odkup. Poleg vsega tega se mora v prospekt navesti tudi okoliščine, v katerih lahko ponudnik prekliče ponudbo za odkup, rok za sprejem ponudbe, podatke o namenu ponudbe za odkup ter nameravan način upravljanja prevzete družbe s strani ponudnika, še posebej glede politike zaposlovanja, prestrukturiranja družbe, spremembe statuta družbe ter delitve dobička družbe. (glej Zakon o prevzemih, 19. člen)

Izveček iz prospekta za odkup ter ponudba za odkup, za katero je Agencija (ATVP) izdala dovoljenje, morata biti hkrati objavljena v kakšnem izmed medijev – ponavadi so te objave v časniku Delo. Prospekt za odkup mora biti sočasno z objavo poslan tudi upravi ciljne družbe, Uradu za varstvo konkurence, organizatorju organiziranega trga ter klirinško depotni družbi (KDD). Uprava ciljne družbe mora zagotoviti, da so z vsebino prospekta za odkup seznanjeni vsi zaposleni v družbi. Prospekt za odkup mora biti sočasno z objavo poslan tudi vsem pooblaščenim udeležencem trga vrednostnih papirjev s sedežem v Republiki Sloveniji, ki morajo zagotoviti, da je prospekt za odkup brezplačno na vpogled vsem zainteresiranim osebam. (glej Zakon o prevzemih, 24. člen)

Uprava ciljne družbe, na katero se nanaša ponudba za odkup, mora najkasneje v desetih (10) dneh po objavi prospekta objaviti svoje mnenje glede ponudbe za odkup ter razloge za takšno mnenje. Uprava se mora zjasniti predvsem o tem, ali obstaja kakršenkoli sporazum med njo in ponudnikom in ali tak sporazum obstaja tudi o načinu uresničevanja glasovalnih pravic iz vrednostnih papirjev, ki so že v lasti ponudnika. Poleg tega se morajo člani uprave ciljne

družbe opredeliti tudi o tem, ali nameravajo sprejeti ponudbo za odkup oziroma ponuditi svoj odstop. Navesti morajo tudi obrazložene podatke o zadnjem revidiranem poročilu družbe, z navedbo knjigovodske vrednosti vrednostnih papirjev, na katere se nanaša ponudba za odkup. (glej Zakon o prevzemih 25. člen)

Ponudnik lahko po objavi prospekta in do izteka roka za sprejem ponudbe prekliče ponudbo za odkup oziroma odstopi od pogodbe, če je to predvideno v prospektu za odkup, če pride do konkurenčne ponudbe s strani druge osebe in če nastopijo okoliščine, ki otežujejo izpolnitev obveznosti ponudnika v tolikšni meri, da nakup vrednostnih papirjev ne ustreza več pričakovanjem ponudnika ter da bi bilo po splošnem mnenju nepravilno ohraniti pogodbo v veljavi. (glej Zakon o prevzemih 37. člen)

Konkurenčna ponudba za odkup je ponudba druge osebe (oziroma drugega ponudnika), ki se nanaša na odkup istih vrednostnih papirjev. Konkurenčno ponudbo se lahko da po objavi prospekta za odkup ter najkasneje deset (10) dni pred iztekom roka za sprejem ponudbe za odkup določenih vrednostnih papirjev. Konkurenčno ponudbo za odkup da lahko le oseba, ki ni kapitalsko oziroma upravljalno povezana z osebo, ki je dala predhodno ponudbo za odkup, in ki ni banka ali borzno-posredniška družba, ki daje ponudbo v imenu in za račun ponudnika. V primeru konkurenčne ponudbe so osebe, ki so že sprejele predhodno ponudbo za odkup, upravičene odstopiti od sklenjene pogodbe in sprejeti konkurenčno ponudbo za odkup. (glej Zakon o prevzemih 51. in 52. člen)

Zelo pomemben je tudi 29. člen Zakona o prevzemih, s katerim se zavaruje plačilo za delnice ciljne družbe. Prvi odstavek tega člena zavezuje prevzemnika, da pred objavo ponudbe za odkup deponira denarni znesek na poseben račun klirinško depotne družbe (KDD), ki je potreben za plačilo vseh vrednostnih papirjev, na katere se nanaša ponudba za odkup. Ponudnik pa lahko klirinško depotni družbi izroči tudi bančno garancijo banke s sedežem v Republiki Sloveniji ali v državi članici Evropske Skupnosti, ki se nepreklicno zavezuje, da bo na prvi poziv klirinško depotne družbe (brez ugovorov) izplačala znesek, ki je potreben za izpolnitev obveznosti plačila imetnikom vrednostnih papirjev, ki so sprejeli ponudbo za odkup, najkasneje trideset (30) dni po izteku roka za plačilo.

Naloga ponudnika je, da mora najkasneje tretji delovni dan po izteku roka za sprejem ponudbe objaviti, ali je ponudba za odkup uspela, in o tem obvestiti ATVP, KDD in Urad za

varstvo konkurence. ATVP izda najkasneje v roku treh dni ugotovitveno odločbo o uspešnosti oziroma neuspešnosti ponudbe za odkup (glej Zakon o prevzemih, 40. in 44. člen). »V primeru uspele ponudbe za odkup mora KDD v roku osmih dni izpolniti vse obveznosti ponudnika do imetnikov vrednostnih papirjev, ki so sprejeli ponudbo« (Bešter, 1997: 74).

Pomembni so seveda tudi vsi ostali členi Zakona o prevzemih, ki jih tu zaradi prevelike mere podrobnosti ne navajam.

3.5. Notranje informacije

»Oseba z notranjimi informacijami («insider») je oseba, ki ima dostop do ključnih informacij, še preden so te dostopne javnosti« (Bešter, 1995: 6). V primeru, da notranje informacije postanejo javne, to lahko vpliva na ceno delnice (v obeh smereh). Najbližje takim informacijam so direktorji oziroma zaposleni na ključnih položajih v podjetju. Povsem logično je, da so osebe, ki imajo te informacije, v prednosti pred vsemi ostalimi, ki jih nimajo. Problem nastopi takrat, ko osebe, ki so z notranjo informacijo seznanjene, to izkoristijo in na njeni podlagi trgujejo. »Nekateri večji delničarji pri nas mislijo, da imajo do informacij več pravice kot drugi, kar ne drži« (Mramor, 2002: 9). Izkoriščanje notranjih informacij v svojo prid jemlje premoženje delničarjem in vlagateljem, to pa vpliva na nezaupanje do trga kapitala. Zato ni čudno, da je zaupanje malih delničarjev, naključnih vlagateljev in širše javnosti v poštenost trgovanja z delnicami nizko. Ker je trgovanje na podlagi notranjih informacij prepovedano z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev, je najboljša obramba pred njeno zlorabo pravočasna objava informacije (kot je npr. korektno izpeljan prevzem, saj za prevzeme na splošno velja, da so leglo insiderstva).

3.6. Obramba pred prevzemi

Namen obrambnih mehanizmov ciljnega podjetja je otežiti prevzemniku prevzem oziroma vsaj zvišati njegovo ceno do mere, ki za prevzemnika ni več zanimivo. Take obrambne aktivnosti se vpeljejo na »željo« managementa ciljnega podjetja, ki je prvi na seznamu za odstrel, saj je cilj sovražnih prevzemov zamenjava obstoječega managementa podjetja z novim, ki bo dosegal boljše poslovne rezultate. Delničarji takih obrambnih mehanizmov zagotovo ne potrebujejo. Izkaže se, da se v primeru sovražnega prevzema pojavi priložnost realizacije visokih prevzemnih premij. Se pravi, da je za delničarje, če mislijo prodati delnice, bolje, če se uprava upira prevzemu.

Ker popolne zaščite pred sovražnimi prevzemi ni, se management poskuša zaščititi z vrsto ukrepov, ki jih lahko v grobem delimo na dve skupini: (1) preventivne mehanizme, ki jih vpeljejo že v času pred poskusom prevzema in (2) aktivnosti, ki se izvajajo kot odgovor na neposreden poskus prevzema (oziroma med samim napadom) (glej Bešter, 1995: 83). Prvo skupino, tj. skupino preventivnih mehanizmov, »delimo na tiste, ki predpostavljajo obnašanje managementa v smislu »dobrega gospodarja« in neposredne ukrepe, katerih cilj je odvrčanje nezaželenih prevzemnikov« (Bešter, 1995: 83). Med te protiprevzemne strategije sodijo (1a) skrb za zagotavljanje čim višje cene delnic, nenehno spreminjanje strukture delničarjev, komuniciranje z delničarji in javnostjo ter (1b) statutarne omejitve (npr. imenovanje članov uprave z različnimi časovnimi zamiki, določilo statuta o »pošteni ceni«, ki mora biti ponujena v prevzemu), preventivno združevanje z drugimi podjetji, navzkrižne kapitalske povezave s strateškimi partnerji, povečanje lastniškega deleža managementa in institucionalnih lastnikov, strupene tabletk⁶ in zlata padala⁷. V drugo skupino protiprevzemnih mehanizmov štejemo tožbe proti prevzemniku, diskreditiranje prevzemnika, iskanje belih vitezov⁸, poizkus prevzema prevzemnika⁹, izplačilo napadalca z odkupom njegovega deleža delnic po višji ceni od tržne, spremembe v programih pravic zaposlenih, preoblikovanje odprte v zaprto delniško družbo (LBO, MBO), odkup lastnih delnic od določenega kroga lastnikov (razen potencialnega prevzemnika), oblikovanje novih zlatih padal, spremembe v strukturi premoženja podjetja ter spremembe v strukturi lastniškega in dolžniškega kapitala.

Namen obrambnih aktivnosti je torej povsem jasen. Z njimi ciljno podjetje pridobiva na času, kar mu omogoča možnost konkurenčnih ponudb. Le-te pa delničarjem ciljnega podjetja zagotavljajo višjo prevzemno premijo. Po drugi strani pa obrambni mehanizmi na splošno

⁶ Strupene tabletki so protiprevzemni mehanizem, ki daje delničarjem potencialno prevzetega podjetja pravico do nakupa delnic tega podjetja po mnogo nižji ceni kot bi se oblikovala na trgu. Imenujejo se po cianidnih tabletah, ki naj bi jih tajni vladni agenti pogoltnili v primeru, da jih ujamejo. (<http://www.marketvolume.com/glossary/p0203.asp>, 25.3.2003)

⁷ Zlata padala so nadomestila managerjem, ki so odpuščeni zaradi spremembe lastnika nadzornega deleža po prevzemu, ali z drugimi besedami kompenzacija, ki je s strani ciljnega podjetja izplačana top-managerjem, če pride do prevzema. (<http://www.marketvolume.com/glossary/g0082.asp>)

⁸ Beli vitez je managementu ciljnega oziroma napadenega podjetja sprejemljivejši prevzemnik. Razlog za iskanje belega viteza je v nemoči ubranitve napadenega podjetja pred nezaželenim prevzemom. Beli vitez postane sivi, če se kasneje izkaže, da beli vitez ni bil tako dobra izbira (glej Bešter, 1995: 82).

⁹ »Pac-man strategy«: Gre za obrambno strategijo, v kateri se potencialno prevzeto podjetje maščuje prevzemniku s tem, da podjetje samo lansira ponudbo nekemu drugemu podjetju. (<http://www.marketvolume.com/glossary/p0009.asp>, 25.3.2003)

zmanjšujejo možnosti za prevzeme. Prevzemi namreč v eni točki postanejo predragi. Vprašanje je, kakšna je prava mera obrambnih mehanizmov, da ne povzroča konfliktov med agenti in principalali.

4. Študija primera¹⁰ - Lek

In zgodilo se je. Bili smo priča novemu prevzemnemu dogajanju, če ne celo prevzemu vseh prevzemov v Sloveniji. Nova borzna zabava se je imenovala Lek farmacevtska družba d.d., paradni konj slovenskega gospodarstva, ki je bilo po tržni kapitalizaciji¹¹ tedaj prvo in največje podjetje na ljubljanski borzi vrednostnih papirjev (pred njim je bila prva Krka). Prav tako je Lek tudi prvo in najbolj hvaležno podjetje za slovenske vlagatelje, saj se njegova rast dobička še danes zdi neustavljiva, kar se da pripisati tudi temu, da imajo eno najboljših managerskih ekip v Sloveniji. Sprva je bilo ime potencialnega prevzemnika skrito, ker je leta do začetka pogajanj oziroma do sprejema odločitve o javni ponudbi želel ostati neimenovan. Ponudba za odkup Leka je bila po večini mnenj strokovnjakov popolnoma nepričakovana. Za njo je po predvidevanjih ravno tako večine strokovnjakov stal tuji kupec, saj bi doma le stežka našli lastnika s potrebnimi financami za prevzem tolikšnega obsega. Prevzemnik je bil švicarski koncern Novartis (bolj natančno bom ponudnika določil v predstavitvi skupine Novartis), prevzem pa je bil prijateljski in strateški.

4.1. Lek farmacevtska družba, d.d. – predstavitev družbe

Lek je slovensko farmacevtsko podjetje z več kot 55-letno tradicijo. Eden pomembnejših vzrokov za njegovo prevzemno privlačnost je klavulnska kislina, ki so jo začeli proizvajati že koncem 80-ih let prejšnjega stoletja. V delniško družbo se je Lek preoblikoval leta 1991, leta 1992 pa so njegove delnice začele kotirati na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev.

Samo trgovanje z delnicami Lek razred A (z oznako LEKA) se je začelo šele 11. septembra 1996, z delnicami Lek razred B (z oznako LEKB) pa 6. maja 1999. Cena delnice LEKA je tistega 11. septembra znašala natančno 13.790,97 SIT, medtem ko je bila 6. maja 1999 cena delnice LEKB okroglih 37.000 SIT. In še podatki za knjigovodske vrednosti¹²: revidirana knjigovodska vrednost delnice je 1. januarja 1993 znašala 8.306 SIT; zadnja, nerevidirana knjigovodska vrednost LEKA in LEKB pa 30. junija 2002 34.455 SIT. Časovna razlika med kotacijo LEKA in LEKB je nastala predvsem zato, ker so bili lastniki prednostnih delnic

¹⁰ Pregled prevzemnega dogajanja temelji na analizi člankov in prispevkov, objavljenih v Gospodarskem vestniku, Managerju, Delu, Financah in Dnevniku, ki so izšli med 21.8.2002 (uradni začetek prevzema družbe Lek) in 3.2.2003, ko so se delnice te družbe umaknile z borze vrednostnih papirjev.

¹¹ Tržna kapitalizacija je vrednost podjetja, ki se izračuna tako, da se število izdanih delnic pomnoži s trenutnim tečajem le-teh na trgu (npr. Lek: 185.118,49 v milijonih SIT).

¹² Knjigovodska vrednost delnice se izračuna iz podatkov iz bilance stanja delniške družbe kot razmerje med lastniškim kapitalom in številom izdanih delnic delniške družbe.

razreda B zaposleni in bivši zaposleni, ki so z delnicami trgovali na internem trgu. Poleg tega te delnice predstavljajo manjši del celotne izdaje (le nekaj več kot 7%), kar je tudi kasneje vplivalo na nižjo likvidnost in posledično nekaj nižji tečaj v primerjavi z navadno delnico. In kar je najbolj zanimivo - dokončna cena v javni prodaji z zamenjavo lastninskih certifikatov državljanov je bila 10.798 SIT. Na začetku je bilo Lekovih delničarjev okoli 46.300, julija leta 2002 pa samo 19.100. Zakaj takšen usip, je bolj ali manj znano. Nekaj podobnega velja tudi za delničarje drugih slovenskih družb.

V svetovnem merilu se Lek uvršča med najbolj dinamične, visokoetične in zaupanja vredne srednje velike farmacevtske družbe. Organizirani so v Poslovno skupino Lek, ki ima podjetja in predstavništva v 20-ih državah sveta. Svoje izdelke tržijo na več kot 80-ih svetovnih trgih. V Sloveniji Lek zaposluje 2330 ljudi, v tujini pa 1453. Ime na samem vrhu je Metod Dragonja – predsednik uprave. Da so njihovi kadri ključnega pomena, kaže strateška usmerjenost v učečo se družbo, ki je bila izhodišče za razvoj sistema upravljanja strateškega in drugega znanja ter izmenjavo informacij in znanja med zaposlenimi. Prav tako svojo pozornost z odprto komunikacijo namenjajo tudi delničarjem in bodočim investitorjem. To javnost dosega prek medijev in z izdajo lastnega časopisa Lekov delničar, ki je namenjen predvsem manj tekoče informiranim, manjšinskim delničarjem. Sedež družbe je na Verovškovi 57, v Ljubljani. (glej <http://www.lek.si/>)

4.1.1. Lastniška struktura Leka

Zadnji podatki lastniške strukture Leka kažejo, da imata daleč največji delež Kapitalska družba (261.835 delnic) in Slovenska odškodninska družba (197.066 delnic). Sledijo jima Bank Austria AG (88.409), West Merchant Bank Limited (84.400), Triglav steber I PID (64.275), NFD 1 investicijski sklad, (63.451), Lazard Capital Markets (48.249), Raiffeisen Zentralbank Oesterreich (35.230), Griffin Eastern European Fund (33.076), Zavarovalnica Triglav (32.038) in ostali manjši lastniki. Če si lastniško strukturo pogledamo nekoliko drugače, imata Kapitalska družba in Slovenska odškodninska družba skupaj 25,2% delnic, 24,4% delnic imajo tuje pravne osebe, 24,3% jih imajo fizične osebe, 15,3% podjetja v Republiki Sloveniji in 10,8% slovenske investicijske družbe. S številko je vseh Lekovih delnic skupaj 1.933.176, od tega 1.792.782 navadnih imenskih delnic - LEKA in 140.394 prednostnih imenskih delnic - LEKB.

4.2. Novartis Generics – predstavitev družbe

Farmacevtska družba Novartis je nastala 7. marca 1996 z odmevno združitvijo Sandoz-a in CibaGeigy-ja, dveh švicarskih podjetij s skoraj tristoletno tradicijo. Družba ima po svetu 360 podružnic v 140 državah sveta in ima pod svojo streho okoli 72.600 zaposlenih različnih kultur, znanj in kvalifikacij. Od tega je 44% zaposlenih v Evropi, 39% v ZDA, ostalih 17% pa se razdeli na Afriko, Azijo in Avstralijo. Koncern ima sedež v Baslu, Švici, kjer ga vodi predsednik uprave in poslovodni direktor (CEO) dr. Daniel Vasella, ki je podjetju leta 2001 prislužil za 19.1 milijarde dolarjev prihodkov, od tega 4,2 milijarde čistega dobička. Velik del tega so vložili v raziskave in razvoj – 2.5 milijarde, kar je za farmacevtsko branžo nekaj popolnoma normalnega, če se hoče kosati s svetovno konkurenco. Skupina Novartis poleg zdravil izdeluje tudi visoko kakovostne kontaktne leče in hrano za otroke (glej <http://www.novartis.com/>). Ponudnik za prevzem Leka je Servipharm AG, ki je odvisna družba v popolni neposredni lasti družbe Novartis Pharma AG, le-ta pa je odvisna družba v popolni neposredni lasti družbe Novartis AG. Družba Servipharm AG je od leta 1998 neaktivna, kar naj ne bi vplivalo na financiranje odkupa delnic in poslovno politiko Leka po prevzemu.

4.3. Dogajanja na kapitalskem trgu

Takoj, ko je delniška družba Lek prejela dopis z vabilom k pogajanjem o morebitni ponudbi za odkup vseh njenih delnic (glej Slika 1 v prilogi), je o tem obvestila javnost, najprej pa Agencijo za trg vrednostnih papirjev, kar je v skladu s Pravili Ljubljanske borze d.d.¹³ ter 66. členom Zakona o trgu vrednostnih papirjev - 1¹⁴. Obvesti se tudi organ, pristojen za varstvo konkurence. V takih primerih uprava ljubljanske borze za nekaj dni ustavi trgovanje z vsemi delnicami podjetja, ker gre za informacijo oz. množico informacij, ki bi lahko pomembno vplivale na ceno vrednostnih papirjev na borzi, in tudi zato, ker se tako zaščitijo še neobveščene investitorje¹⁵.

¹³ Členi: 37, 38, 39, 40, 41, 42, 43, 44 in 45.

¹⁴ Zakon o trgu vrednostnih papirjev – 1; Poročanje o poslovnih dogodkih, 66. člen (prvi dve točki):

(1) Javna družba mora nemudoma objaviti pravne oziroma poslovne dogodke, ki se tičejo javne družbe ali vrednostnega papirja in ki bi lahko pomembneje vplivali na ceno vrednostnega papirja.

(2) O poslovnih dogodkih iz prvega odstavka tega člena je javna družba dolžna obvestiti Agencijo, kadar se z vrednostnimi papirji te družbe trguje na katerem od organiziranih trgov, pa tudi borzo.

¹⁵ Zaustavitev trgovanja z vrednostnim papirjem: 153. člen Pravil Ljubljanske borze:

Za največ deset (10) delovnih dni sme uprava začasno zaustaviti trgovanje na borzi z določenimi vrednostnimi papirji, če so podane utemeljene okoliščine za zaščito interesov investitorjev. Ta ukrep uprave lahko odbor

Kajti s tako veliko tržno kapitalizacijo kot jo je imel Lek bi tečaje delnic v kotaciji pognalo v višave. Kar se je tudi pričakovalo. Druge delnice bodo namreč sledile gibanju takšne vodilne delnice kot je Lekova. Lahko bi rekli, da je takrat celotno borzo krmaril Lek. Dodobra prevetritev delnic na Ljubljanski borzi je povzročila, da so le-te zrasle tudi do 10 odstotkov (kar je največji še dovoljen dnevni dvig po 1. točki 151. člena Pravilnika Ljubljanske borze, ki pravi, da se posli z vrednostnimi papirji, ki so uvrščeni v borzno kotacijo, lahko sklepajo po tečajih, ki ne smejo za več kot deset (10) odstotkov odstopati od zadnjega uradnega enotnega tečaja predhodnega trgovalnega dne). Istočasno pa je posledica tega tudi večja nestabilnost in nihanje tečajev delnic.

Ker je bilo trgovanje z Lekovimi delnicami začasno ustavljeno (za en trgovalni in dva netrgovalna dneva), so investitorji planili po drugih delnicah. Najprej po sorodni farmacevtski družbi Krka, nato pa še po ostalih uspešnih slovenskih podjetjih - t.i. blue chip-ih. Manjkala je le še pika na i - sprostitev trgovanja z Lekovimi delnicami. In slovenski borzni indeks¹⁶ je pognalo v nebo, prvič preko meje 3.000 točk. Cena Lekove delnice je zaradi tolikšnega povpraševanja v enem trgovalnem dnevu narasla za dobrih 37%. Razlog za to je bila predprevzemna dejavnost in odprava 10-odstotne omejitve gibanja tečaja na izredni skupščini borze, ki je veljala le za ta delovni dan. Tako odločitev ji omogoča 3. točka 151. člena Pravil Ljubljanske borze, ki pravi, da lahko uprava borze omejitve tečajev v primeru velikih tržnih neravnovesij ali drugih izrednih razmer pri posameznem vrednostnem papirju začasno odpravi oziroma spremeni ter o tem obvesti člane borze in javnost. S tem je izdajatelj vrednostnih papirjev objavil vse censko občutljive informacije, ki jih je do tedaj lahko, in istočasno menil, da ne bodo ogrozile poslovnih interesov, tj. cene Lekovih delnic. Vendar so se na drugi strani (na strani ponudbe) pojavili tuji delničarji obeh farmacevtov (Krke in Leka), ki so navdušene kupce mirili s svojimi prodajami. Ob uspešnem prevzemu, bi imelo to namreč občutne implikacije za celotni kapitalski trg. To pomeni, da bi se ob

podaljša za čas do končne odločitve o zadevi. Uprava je dolžna o ukrepu nemudoma obvestiti člane borze, Agencijo in javnost ter ga obrazložiti.

¹⁶ Med trajanjem prevzemnega dogajanja je slovenski borzni indeks (SBI 20) sestavljalo **dvajset** delnic naslednjih družb: Delo (DELR), Delo Prodaja (DPRG), Etol (ETOG), Gorenje (GRVG), Intereuropa (IEKG), Istrabenz (ITBG), Kolinska (KOLR), Krka (KRKG), Lek - razred A (LEKA), Luka Koper (LKPG), Mercator (MELR), Merkur (MER), Kompas MTS (MTSG), Petrol (PETG), Pivovarna Laško (PILR), Pivovarna Union (PULG), Salus (SALR), Sava (SAVA), Zdravilišče Moravske toplice (ZMTG) in Žito (ZTOG).

S 1. aprilom 2003 je v borzni indeks SBI 20 vključenih 15 delnic. Razlogi za posodobitev in prilagoditev metodologije izračunavanja indeksa so v povečanju naložbenosti, minimiziranju sprememb v sestavi in povečanju transparentnosti.

sprostitvi tolikšnega svežega kapitala (kupnina oz. prevzemna premija za Lek) občutno povečalo trgovanje na borzi in delnicam, pri katerih je treba upoštevati tudi to, da jih je po vsakem takem prevzemu manj, bi se dvignila cena.

Še isti dan, ko so sprostili trgovanje Lekovih delnic, sta kar oba predsednika uprav skupaj (Leka in Novartisa) razkrila kupca. Prav tako je na ta dan družba Lek v časniku Delo objavila kratke povzetke svojega poslovanja za obdobje enega leta, kjer so izpostavili pospešeno rast poslovanja (povečani prihodki prodaje poslovne skupine in prav tako tudi matične družbe glede na primerljivo obdobje lanskega leta, ki bi bili še višji, če ne bi bili priče neugodnemu gibanju tečaja dolarja; enako so izpostavili tudi dobiček iz poslovanja, čisti dobiček in gibanje tečaja Lekovih delnic). V isti številki časnika Delo se je poleg strnjene predstavitev poslovanja objavil tudi sklic prelomne 16. skupščine delniške družbe Lek, vendar o njej malo kasneje.

Si kar predstavljam, kako razburljivi so bili ti dnevi za borzne posrednike. In tudi pa za imetnike Lekovih delnic. Predvsem tistih, ki so počakali z njihovo prodajo od zamenjave certifikata. Ko se je Lekova delnica v teh dneh prodajala tudi po 100 tisoč SIT, je v javnost pricurljala novica, da bo Novartis za delnico ponudil med 85 in 91 tisoč SIT, čemer je takoj po evforični rasti sledila korekcija tečajev. In to navzdol. »Čeprav v poslu po pravilu ni žaljivih ponudb, je takšno ceno večina vlagateljev, če že ne za žalitev, ocenjevala vsaj za drobiž« (Smrekar, www.finance-on.net, 28.8.02). In Lekova delnica je tako pristala na malo manj kot 87 tisoč SIT. Od takrat naprej so upravičeno začele krožiti špekulacije, ali ne gre le za psihološko zadrževanje tečaja na obstoječi ravni, saj bi cena delnice visoko nad 90 tisoč SIT ne bila po volji partnerjev, ki se dogovarjata o prevzemu. Prevelika pričakovanja ponavadi pripeljejo do prevelikih razočaranj. In še druge čenče, ki so npr. predpostavljale, da so tujci prodajali Lekove delnice samo zato, da bi na ta način pomagali Novartisu ohraniti dobro pogajalsko izhodišče, s tem ko so jih prodajali po dokaj nizkih cenah. Širile so se tudi govornice, da je prevzem Leka le pretveza za uspešno razprodajo farmacevtskih delnic v lasti tujih vlagateljev ter da se je Lek za prevzem Novartisu ponudil kar sam, ... Pri vsem tem bi se bilo dobro vprašati, ali je pomembnost rasti in vstopa na nove trge prek velikih družb dovolj velika, da bi pri ceni delnice zamižali na eno oko.

Preden je prišlo do javne objave ponudbe za odkup vseh delnic podjetja, ki jo je Novartis po pričakovanjih objavil po skupščini delniške družbe Lek, je bila objavljena namera o

prevzemu. Po objavi namere o prevzemu je Novartis kot prevzemno ceno za Lekovo delnico navedel 95 tisoč SIT in o tem obvestil Agencijo za trg vrednostnih papirjev (ATVP), upravo ciljnega podjetja ter Urad za varstvo konkurence. Od tu naprej pa je postalo zanimivo vprašanje, kako bosta na prevzemno ponudbo odgovorila oba paradržavna sklada, ki sta tako kot ostala javnost spremljala dogodke iz ozadja. V igro sta vstopila Kapitalska družba (KAD) in Slovenska odškodninska družba (SOD), največja institucionalna lastnika Leka, ki imata v njem skupaj malenkost več kot četrtno deleža. In tako so zagovorniki nacionalnega interesa dobili svojo protiutež. Na kratko, Kapitalska družba z upravljanjem svojega premoženja zagotavlja denarno infuzijo za pokojninsko in invalidsko zavarovanje, Slovenska odškodninska družba pa ima na skrbi denacionalizacijske upravičence. In tako se je zgodba o prevzemu Leka zapletla.

4.4. Kapitalska družba, d.d. – predstavitev družbe

Kapitalska družba je organizirana kot delniška družba, katere edini ustanovitelj in lastnik je Republika Slovenija. Njena naloga je, da upravlja in razpolaga z vrednostnimi papirji ter drugimi sredstvi, pridobljenimi v postopku lastninskega preoblikovanja. Družba upravlja tudi tri sklade: Pokojninski sklad, Sklad obveznega dodatnega zavarovanja in Kapitalski vzajemni pokojninski sklad. Družba je bila ustanovljena s ciljem zagotavljanja dodatnih sredstev za pokojninsko in invalidsko zavarovanje skozi upravljanje lastnega premoženja ter pokojninskih skladov. Tako družba zagotavlja dolgoročno varna, likvidna in donosna sredstva za izplačevanje dodatnih pokojnin zaposlenih prebivalcev Republike Slovenije. Družba vsa zbrana sredstva vlaga v čim bolj kakovostne vrednostne papirje doma in tudi v tujini, tako da s tem ustvarja optimalen portfelj¹⁷ z vidika obvladljivosti in diverzificiranosti glede na merila varnosti, donosnosti in likvidnosti. Vendar velja, da ima svoje preference usmerjene bolj h kapitalskim dobičkom in manj k dividendam, zato se soočajo s prodajami deležev v nekaterih večjih slovenskih gospodarskih družbah, med njimi tudi Leka. Direktor KAD-a je Jože Lenič. (glej <http://www.kapitalska-druzba.si/>)

4.5. Slovenska odškodninska družba, d.d. – predstavitev družbe

Po Zakonu o slovenskem odškodninskem skladu je Slovenska odškodninska družba opredeljena kot finančna organizacija za poravnavo obveznosti upravičencem po zakonu o

¹⁷ Portfelj je finančno premoženje, predvsem v različnih vrednostnih papirjih, ki jih ima v določenem trenutku v posesti nek posameznik ali podjetje. Pri oblikovanju portfelja se z razpršenostjo naložb v različne vrednostne papirje skuša čim bolj znižati tveganje. (glej <http://www.ljse.si/>)

denacionalizaciji, zakonu o zadrugah in drugih predpisih, ki urejajo vračanje podržavljenega premoženja. Za izpolnjevanje svojih nalog izdaja Slovenska odškodninska družba obveznice in druge vrednostne papirje ter upravlja in razpolaga z vrednostnimi papirji ter drugimi sredstvi, pridobljenimi v skladu z Zakonom o slovenskem odškodninskem skladu. Slovenska odškodninska družba je organizirana kot delniška družba, njen ustanovitelj in edini delničar je Republika Slovenija, ki zato opravlja vlogo skupščine družbe. Poleg skupščine je organ upravljanja družbe še upravni odbor, ki šteje sedem članov (predsednik in šest članov), in nadzorni odbor, ki šteje pet članov, ki jih imenuje državni zbor Republike Slovenije. Naloga nadzornega odbora je nadzorovanje zakonitosti dela in finančnega poslovanja družbe, ki mora najmanj enkrat letno poročati o delovanju družbe Državnemu zboru Republike Slovenije. Funkcijo vodenja poslovanja in zastopstvo opravlja direktor družbe (Igor Kušar). Ustanovitveni kapital družbe znaša 40 milijonov SIT in predstavlja osnovni kapital, ki je razdeljen na 100 delnic. Nominalna vrednost posamezne delnice je 400 tisoč SIT in niso v pravnem prometu. Pomembno je tudi, da tuje fizične in pravne osebe ne morejo postati delničarji te družbe. V službi Slovenske odškodninske družbe je zaposlenih 44 delavcev. Sedež je v Ljubljani, Mala ulica 5. (glej <http://www.so-druzba.si/>)

4.6. V pričakovanju na skupščino

Postavitev prve uradne prevzemne cene za delnico (95 tisoč SIT) sta KAD in SOD vzela za nič več kot samo izhodišče nadaljnjih pogajanj. Tako so dnevi pred zasedanjem skupščine delničarjev Leka, razpisane za 27. september 2002, minevali predvsem v naraščanju večine tečajev delnic in ugotavljanju, kam, kaj in kako z denarjem, če prevzem uspe, ter čakanju na odločitve KAD-a in SOD-a (s strani manjšinskih delničarjev). Te dneve so zaznamovali tudi komentarji s strani Novartisovega predsednika, da je 95 tisoč SIT za Lekovo delnico poštena cena in da raje odstopi od dogovora, kot pa ponudi kakšen tolar več. Z njim se je strinjala tudi uprava Leka. Pa vendarle je bilo skozi vse intervjuje z g. Dragonjo, tako na televiziji kot v tiskanih medijih, čutiti, da se s sedanjo prevzemno ceno latentno ne strinja povsem oziroma z njo ni čisto zadovoljen. Če ne drugega, je na vsakem možnem intervjuju poudarjal, da je od delničarjev odvisno, kakšno ceno bodo iztržili, in da je ta cena dobro pogajalsko izhodišče. Kot da bi s tem skušal nekako namigovati oziroma vplivati na izid dogajanj. Ponudba za prevzem se šteje za uspešno, če jo sprejmejo delničarji vsaj 51% vseh izdanih delnic Leka, z drugimi besedami, če jo sprejme najmanj 51% osnovnega kapitala družbe Lek, prostih vseh bremen. Tako je pisalo v Javni ponudbi in prospektu za odkup. Vsekakor je Novartis med trajanjem ponudbe za prevzem igral pošteno igro. To se je kazalo predvsem v tem, da na dan

objave ponudnik oziroma z njim povezane družbe niso imele v lasti nobene delnice Leka in da ponudnik ni nameraval sam, neposredno, posredno ali prek tretje osebe kupovati delnic Leka pred in v času veljavnosti ponudbe (glej Javna ponudba in prospekt za odkup, str. 9). Poleg tega je v Javni ponudbi še vrsta drugih varoval, ki ščitijo ponudnika. Tako lahko odstopi v primeru konkurenčne ponudbe, nastopu okoliščin, ki otežujejo izpolnitev obveznosti ponudnika, če pride do bistvenih negativnih sprememb (npr. začetek likvidacije, dogodek ali niz dogodkov, ki bi povzročili bistveno zmanjšanje poslovanja, premoženja, finančnega stanja, ...). In tudi, če uprava Leka javno ne potrdi svoje podpore za ponudbo ali svojo podporo umakne.

4.7. Motivi v ozadju prevzema

Motivi v ozadju prevzema so predvsem strateško usmerjeni in ekonomsko naravnani. »Ključni dejavniki uspeha so vedno bolj odvisni od obsegov poslovanja in kritične mase tako v pogledu ekonomije obsega proizvodnje kot velikosti tržnih deležev« (Dragonja v Lekov delničar, 2002: 1). S tako tržno in stroškovno naravnostjo bo Lek prek Novartisa prišel do trgov razvitega sveta (Evropska unija in dodatna okrepitev svoje pozicije na trgih ZDA), Novartis pa bo prek Leka dosegel prosperitetne trge centralne in vzhodne Evrope ter Skupnosti neodvisnih držav. Povezava temelji na komplementarnosti družb, ker »gre za tržno usmerjeno združitev dveh enakovrednih partnerjev, ki bosta tako postala vodilni ponudnik generičnih zdravil¹⁸ v svetovnem merilu« (Dragonja v Lekov delničar, 2002: 1). Vprašanje pa je, ali originatorjem kot nasprotju generikom (zdravila brez patentne zaščite) resnično že teče voda v grlo. To je nekako tudi jabolko spora med predsednikoma uprav Leka in Krke. Omeniti je treba tudi, da se z združevanjem posameznih farmacevtskih entitet lažje dosega sinergije na ključnih področjih poslovanja: razvoj in raziskave, marketing, večja stroškovna učinkovitost, povečanje konkurenčnosti, donosnost za vlagatelje, itd. S stališča uprave je bistven strateški in poslovni vidik (ko govorimo o povezavi in strateškem partnerstvu), vendar je treba upoštevati tudi lastniški vidik (ko gre za prevzem družbe in ponudbo

¹⁸ **Generična zdravila** so farmacevtski in terapevtski ekvivalenti zdravil z že dokazano učinkovitostjo in varnostjo. Proizvajalec - originator zdravila opravi različne klinične preiskave, s katerimi potrdi učinkovitost in varnost novega zdravila. S patentno zaščito pridobi ekskluzivno pravico do proizvodnje in prodaje tega zdravila. Po prenehanju patentne zaščite lahko zdravilno učinkovino in zdravilo proizvajajo in tržijo tudi drugi (generiki) kot generično zdravilo. (glej www.lek.si)

Generična zdravila z dodano vrednostjo so tista inovativna generična zdravila, pri katerih z inovativnimi, največkrat farmacevtsko-tehnološkimi pristopi, razvijemo zdravilo, ki je bolniku prijazno. Običajno so to zdravila, ki so preprostejša za odmerjanje, imajo manjše stranske učinke, vendar morajo ustrezati vsem zahtevam po kakovosti, učinkovitosti in varnosti kot jih ima zdravilo originatorja. (glej www.lek.si)

delničarjem, da prodajo svoje delnice). Med njima je potrebno zagotoviti ravnotežje, ki se ga doseže s tem, da uprava predstavi projekt javnosti in delničarjem. Glede na to, da so projekt podprli ključni strokovni in poslovni kadri ter prav tako tudi vsi zaposleni, so bile vse oči usmerjene v presojo delničarjev. Lahko rečemo, da povezava predstavlja veliko priložnost in izziv predvsem za vse Lekove delničarje in tudi za njegove deležnike, katerim omogoča optimalne in uravnotežene pogoje za uresničevanje njihovih interesov. Podobno lahko rečemo tudi za vse zaposlene, ki veljajo za ključno vrednoto družbe. Delovna mesta se bodo ohranila, če ne celo okrepila. Zaposleni bodo imeli dodatne možnosti za karierni razvoj in izobraževanje. Kajti »cilj prevzemnika je, da si zagotovi takšno obvladovanje družbe, ki mu bo omogočilo uresničevanje strateških interesov in ki bo skladno z lastniškim deležem« (Hladnik v Lekov delničar, 2002: 3).

4.8. Skupščina delničarjev Leka

Dan pred zasedanjem skupščine (bolj natančno, v večernih urah tega dne) je Novartis za ceno delnice ponudil 98 tisoč SIT, ker je pričakoval, da bosta na podlagi višje cene večinska lastnika KAD in SOD glasovala drugače kot se je vseskozi, od prvotne ponujene cene za delnico, pričakovalo. Lahko bi rekli, da je bil rezultat skupščine predvidljiv in celotno v rokah KAD-a in SOD-a, ker je za statutarne spremembe, o katerih se je glasovalo na skupščini, pač potrebna tričetrtinska večina (75%). KAD in SOD pa sta tiste dni skupaj operirala z malenkostno manj kot 26% vseh delnic Leka. In vendar po mnenju predsednikov KAD-a in SOD-a ta cena ni pomenila bistvenega napredka v pogajanjih, saj je Novartis ponudbo pogojeval z izplačilom v evrih, kar bi pomenilo prenos stroška menjave na delničarje. Istočasno sta dala KAD in SOD javnosti in še posebej Novartisu vedeti, da je sprejemljiva le cena nad 100 tisoč SIT za delnico. In Novartis je vedel natančno, koliko čez 100 tisoč SIT. »Kadar se na skupščinah odloča o nečem, kar ni dogovorjeno z največjim lastnikom, skupščina pade« (Jankovič v Delo, 15.11.2002: str. 13). Zapletlo se torej ni samo pri ponujeni ceni za delnico, kjer je do razhajanj mnenj o višini le-te prihajalo predvsem na podlagi različnih ocen tveganosti - državna sklada sta namreč stopnjo tveganosti za Lek v prihodnosti ocenjevala bistveno nižje, ampak tudi pri samem izplačilu za te delnice. Novartis je s spremembami v nameri za prevzem, po kateri je nameraval v prevzemni ponudbi za odkup delnic Leka ponuditi evre, tvegala, da ne bo dobil dovoljenja za prevzem s strani ATVP (glej www.finance-on.net, 19.9.2002), kar bi, če bi obveljalo, za male delničarje pomenilo precejšnje stroške. In tako ni dolgo trajalo, da je Novartis ponudil izplačilo v obeh valutah,

kjer je imel lastnik tega papirja pravico do izbire, ali želi plačilo prejeti v devizah ali domači valuti.

Kar se tiče samega zasedanja skupščine, ta ni bila nič drugega kot teatralna uprizoritev igre, katere glavna igralca sta bila uprava in nadzorni svet, gledalci pa delničarji, ki so imeli možnost kreiranja poteka njune igre. To dosežejo z glasovanjem. Ker formalnost zahteva svoje, smo (skupščine sem se namreč udeležil tudi sam) na začetku delničarji poslušali v naprej pripravljena bralna monologa (morda zato, ker se govori snemajo), najprej predsednika uprave in nato še predsednika nadzornega sveta. Temu je sledilo glasovanje na najavljene sklepe, ki so bili na dnevnem redu. Preden se je skupščina začela, se je ob vstopu v dvorano prevzelo potrdilo o udeležbi (glej Slika 2 v prilogi) in glasovnice (glej Slika 3 v prilogi). Slednjih je bilo vsakemu delničarju praviloma na voljo nekaj več kot je najavljenih sklepov, na katere se je glasovalo (v primeru zmote ali predloga dodatnih sklepov s strani delničarjev, ki jih prvotno ni bilo na dnevnem redu skupščine). Glasuje se tako, da se obkroži za ali proti predlogu na glasovnici. Glasovnice so oštevilčene in označene s črtno kodo, kar prispeva k hitremu preštevanju glasov s pomočjo informacijske tehnologije. Na skupščini se je glasovalo na tri najavljene (1-3) in en nenajavljen sklep (4):

1. Dopolnitev podeljenega pooblastila upravi za nakup lastnih delnic in s tem dovolitev družbi odsvajati lastne delnice ob izključen prednostni pravici delničarjev. Gre torej za predlog, ki upravi omogoča, da lahko prevzemnik kupi lastne delnice. To pomeni, ali lahko ljubljanski farmacevt proda svojih 4,5 odstotka Novartis. Predlog je bil zavrnjen.
2. Vzpostavitev sestave in števila članov nadzornega sveta v korist kapitala. Predlog je bil zavrnjen.
3. Odstranitev omejitve števila glasov posameznega delničarja na 15%, ker je interes družbe Novartis poleg zagotovitve glasovalnih pravic iz pridobljenih delnic tudi njihovo aktivno uresničevanje na skupščini in to z vsemi pridobljenimi delnicami. Ne glede na navedeno, omejitev glasovalnih pravic v skladu z zakonom po 30. juniju 2003 ne bo več možna. Vprašanje pa je, ali bi Novartis čakal tako dolgo. To določbo se zapiše v statut kot obrambni mehanizem pred sovražnim prevzemom. Predlog je bil zavrnjen.
4. Nasprotni predlog Blaža Vodopivca iz Kompas skladov, po katerem bi nadzorni svet sestavljalo šest predstavnikov kapitala in trije predstavniki delavcev (doslej je bilo v njem po pet predstavnikov kapitala in delavcev), je bil podprt s strani skupščine. To sta predlagala tudi uprava in nadzorni svet, le da bi po njunem predlogu sprememba v sestavi

nadzornega sveta začela veljati šele po pravnomočni odločbi ATVP o uspešnosti ponudbe za odkup. Predlog je bil sprejet.

4.9. Po skupščini

Novartis je kljub porazu in proti pričakovanjem (odločil se je drugače kot so napisali v nameri za prevzem) po skupščini objavil ponudbo za odkup delnic, za katero je dobil soglasje ATVP, pa čeprav ni prišlo do spremembe statuta. Torej prevzem bo, čeprav je Novartis pred tem zatrjeval, da ga ne bo, če ne bo sprememb statuta. Ponudba je bila veljavna od vključno 28. septembra 2002 do vključno 28. oktobra 2002 do 12.00 ure. V tem času so javno ponudbo in prospekt za odkup na dom dobili vsi delničarji (tudi najmanjši). Ta prospekt obsega 68 strani in poleg ponudbe za odkup (glej Slika 4 v prilogi) vsebuje tudi prospekt, kamor spadajo podrobnejši podatki o ponudbi za odkup, podatki o izdajatelju in vrednostnih papirjih, na katere se nanaša ponudba za odkup, podatki o ponudniku, predvidene posledice prevzema, podatki o osebah, odgovornih za izdajo prospekta (glej Slika 5 v prilogi). Tako je hotel Novartis kupiti Lek mimo KAD-a in SOD-a, torej samo od drugih delničarjev, in pri tem računal na to, da bo omejitev glasovalnih pravic sredi drugega leta že po zakonu odpravljena. Če bi mu to uspelo, bi sklada lahko "izvisela". Med trajanjem javne ponudbe ni drugega kot čakati, koliko delničarjev se bo odločilo za ponujeno ceno delnice in kakšen bo trend ponudbe s strani delničarjev. Če bi bil trend ponudbe nizek, bi se ga poskušalo dvigniti z raznimi prijemi (npr. z oglasi v časopisih). In ravno to je med trajanjem ponudbe za odkup delnic storil Novartis. Reklamni oglasi so ciljali predvsem na čustveno, sentimentalno plat delničarjev, da bi se odločili za sprejem Novartisove ponudbe. In spet je bilo veselje prebirati zanimive špekulacije o uspešnosti Novartisove ponudbe: večina borzno-posredniških hiš (Perspektiva, Poteza, Argonos, Ilirika) je menila, da mu bo uspelo, Certius se ni mogel ravno odločiti in je zato napisal, da bo to zelo težka naloga, med omenjenimi je le Abanka menila, da mu ne bo uspelo. Predvsem pa je bilo treba vzeti na znanje, da se je s prevzemno ceno strinjala tudi uprava Leka, ki je javno podala svoje mnenje.

Nekakšen svoj epilog je dni po razpletu skupščine dosegla tudi Ljubljanska borza vrednostnih papirjev. Tečaj delnic so v večini padali, SBI 20 se je tiste dni gibal globoko pod 3.300 točkami. Na dan skupščine se je zgodil še pravi preobrat. Delnice so se prodajale za 10% nižjo ceno kot so se prodajale dan pred skupščino (ker je to največji še dovoljen dnevni padec cene delnic). Se pravi, obratna slika z začetka prevzemnega dogajanja. V začetku oktobra (2002) se je tečaj delnice Leka tako gibal okoli 85 tisoč SIT za delnico.

Vrednost indeksa SBI 20 je padala že sedem dni zapored in v ozračju je bilo čutiti psihološki pritisk ter nejasnost na kapitalskem trgu. Vprašanje tiste dni se je glasilo, kaj bosta naredila paradržavna sklada.

4.10. Delničarski sporazum

V lovu za višjo ceno so večji delničarji Leka podpisali delničarski sporazum, ki bi lahko preprečil prevzem Leka, in se tako postavili po robu Novartis. Posebni delničarski sporazum večjih lastnikov Leka (teh je bilo okoli 20: poleg KAD-a in SOD-a še NFD¹⁹, Triglav Steber in drugi pidi²⁰, ...) je imel namen, da se organizira skupina, ki bi imela v lasti 51% lastniški delež v Leku, kar bi izboljšalo njihovo pogajalsko pozicijo, saj bi tako nastopili enotno pred Novartisom. Za takšno potezo so se veliki delničarji najbrž odločili iz strahu, da jih uprava skupaj z Novartisom ne bi izigrala. Seveda tudi ni dolgo trajalo, da se je za zaplete obsodilo politično ozračje v državi. Takrat so bile namreč na sporedu predsedniške volitve. Za prva človeka KAD-a in SOD-a so bile te medijske izjave le del pogajalske taktike. Po njunem mnenju je Lek deloval bolj v prid Novartisa kot pa sedanjih delničarjev, saj je v ozadju tičala Novartisova želja po okrepitvi položaja na trgu antibiotika augmentin v ZDA. In tako se je prevzem obrnil v prid delničarjev. Torej kar razburljiva prva tretjina oktobra 2002.

4.11. Prevzemni epilog

In zgodilo se je. Največji delničarji Leka so dokazali, da se znajo pogajati. Dosegli so ceno nad 100 tisoč SIT za delnico. Dosegli so kar 105 tisoč SIT. Tako se je nova borzna zabava imenovala Lek za 105 tisoč SIT. Zanimivo se je spomniti, koliko se je za Lekovo delnico odštelo, ko se je zanjo zamenjal certifikat. V Gospodarskem vestniku je g. Dragonja (ker ni verjel, da se to lahko zgodi) v neprepričanju izjavil: »Čestital bom predstavnikom lastnikov, če bodo dosegli višjo ceno« (Gospodarski vestnik, št. 36, str. 29). Po vseh pogajanjih, pritiskih z vseh strani (pred doseženo ceno je bila ugodena tudi zahteva za sklic 17. skupščine družbe Lek s strani KAD-a, SOD-a, NFD in Triglav družbe za upravljanje, kjer bi po vsej verjetnosti prevzem padel v vodo, če ne bi dosegli višje cene) jim je le uspelo. Del kupnine, in sicer 20 odstotkov, je bil izplačanih v evrih. Implicitna tržna kapitalizacija Leka je torej po tej ceni znašala približno 203 milijarde tolarjev. Švicarska družba je takrat že drugič zvišala ponudbo in to kljub stalnim zagotovilom vodilnih v Novartis, da bodo raje odstopili od prevzema (tudi zaradi, po mojem mnenju, vprašljivega političnega nasprotovanja prevzemu).

¹⁹ Nacionalna finančna družba

²⁰ Pooblaščenice investicijske družbe.

Zgodba se je nadaljevala na borzi, kjer so napovedovali, da bo SBI 20 spomladi na 4.000 točkah (v resnici je bil nekje v območju 3.200 točk). Takrat se je začel dvigovati in je v začetku novembra presegel 3.500 točk, Lekova delnica pa se je prodajala tudi po 103 tisoč SIT in malo čez. Vprašanje pa je bilo, ali jo ponuditi Novartisu ali prodati kar na borzi, sicer z malenkostno izgubo, ampak hitrejšo likvidnostjo. Kajti tiste dni je bila gneča na borzi velika in temu primerno so naraščali tudi tečaji delnic. Glavni delničarji Leka so se tako strinjali, da bodo po novi ceni v odkup ponudili vse Lekove delnice v svoji lasti in tako v pogajalskem žargonu po njihovem mnenju dosegli win-win situacijo. Javna ponudba se je sprva podaljšala do 4. novembra 2002, kasneje pa vse do 18. novembra 2002. Spremembe statuta na izredni (17.) skupščini so bile sprejete, prevzem je bil omogočen, izplačila za delnice pa so se pričakovala že konec novembra (v resnici so bile izplačane v začetku decembra 2002). G. Dragonja je še napovedal, da bodo v prvem tromesečju leta 2003 Lekove delnice umaknili z borzne kotacije (kar se je tudi zgodilo), če bo Novartisu uspelo pridobiti več kot 90% celotne izdaje delnic (uspelo mu je pridobiti več kot 99% delnic).

4.12. Sklepne misli

Po mojem mnenju sta se KAD in SOD po eni strani dobro odrezala pri zaščiti majhnih delničarjev. V mislih imam bolj posredno kot neposredno zaščito. Z vsemi javnimi izjavami, mnenji, dejanji (naročilo pri Nomuri, ki je ocenila Lekove delnice na 115 tisoč SIT) so majhnim delničarjem signalizirali, če ne drugega to, da naj počakajo na njuno odločitev in se potem na podlagi tega sami odločijo, kako z delnicami. Dobro se je seveda vprašati, kakšen zgled so pri vsem tem postavili drugim, ki se bodo soočali s prevzemnim situacijam. Izid pač ni in ne bo vedno enak. Vprašanje je tudi, kaj bi naredila sklada, če bi prevzem padel v vodo, saj »sta, kakor sta odločno poudarila njuna prva človeka, povezavo med Lekom in Novartisom obravnavala izključno kot prodajo kapitala in prav nič kot strateško povezavo za prihodnost družbe, o kateri je govorila uprava« (Fidermuc, 2002: 1). Kdo bo kriv v tem primeru? Najverjetneje bi morali v takem primeru delničarjem odgovarjati pidi, zagovarjati pa bi se morala tudi državna sklada. Če ne drugemu, pa svoji skupščini (beri državi). Sta sklada morda že slišala za fiduciarno odgovornost? In ali sta upravičeno tvegala? Konkurenčnega ponudnika nista imela, sama Leka ne bi kupila, zato bi veliko delničarjev ostalo praznih rok. Da ne govorimo, kakšne posledice bi to utegnilo imeti na borzno dogajanje. Lek je le Lek in kupnina zanj je zavidljivo visoka. Prav težko bi se ji bilo odreči. Bi se našel kdo, ki bi si ob takšnem izidu upal tožiti odgovorne? Kdo bi odgovarjal za izgube? Saj tudi KAD in SOD nimata ravno rožnatih bilanc. Pa vendar dogajanja na

kapitalskem trgu tečejo naprej. V teh dneh, ko so se Lekove delnice umaknile z borze, bi prevzemu lahko očitali samo to, da je imel le enega ponudnika. Prevzemna igra se nadaljuje, spreminja se le glavni igralec. Modro je vlagati v delnice.

Zaključek

Namen diplomskega dela je bil predstavitev organizacijskih posledic korporacijskih prevzemov in osvetlitev dogajanja v njihovem ozadju. S tem namenom sem se bolj ali manj uspešno spoprijel s celotnim spektrom področij oziroma vidikov, na katere se raztezajo prevzemi (v mojem primeru je to sociološki, ekonomski in pravni vidik), ki že sami po sebi odražajo stopnjo določene kompleksnosti, saj gre za pojav, ki ga ne moremo obravnavati le z vidika enega področja, pač pa interdisciplinarno. Zato v zaključku povzemam le ugotovitve, ki potrjujejo pravilnost mojih hipotez, predstavljenih v uvodu. Za potrditev prve hipoteze (ločitev upravljske in lastniške funkcije naj bi bila prepuščena samoregulaciji trga) navajam v času pisanja diplomskega dela še neobjavljen članek mojega mentorja.

Prva posledica ločitve upravljske in lastniške funkcije je, da kapital postaja tržna dobrina in tako odpira vrata masovnemu stekanju kapitala številnih institucij in posameznikov v korporacije, kar jim omogoča rast. Druga posledica ločitve teh dveh funkcij je nastanek profesionalnega managementa, ki ga je, kot se je izkazalo, potrebno nadzirati. Nadzor pa je, razen v enem primeru, praviloma finančno drag in jemlje dragocen čas ter je povrh tega še strokovno zahteven. Zato kot edina rešitev preostane le prepustitev nadzora trgu, ki se s tem destilira v informacijo, ki je razumljiva vsakemu investitorju - cena delnice. Privlačnost tržne samoregulacije je v tem, da trg istočasno pušča managementu proste roke ter omogoča pregled nad njegovim delovanjem z vidika bodočih donosov za delničarje. Zaradi trga managementa praktično ni potrebno nadzirati, saj se slab management hitro sreča s svojo usodo - prevzemom (glej Rus, 2003: 1-15). Prevzemi so zato nujno potrebni, saj za nazaj korigirajo delovanje tako trga managerskega talenta kot trga vrednostih papirjev in tako počasi odpirajo vrata popolni tržni regulaciji.

Pravilnost druge hipoteze potrjuje ugotovitev, da imajo prevzemi kot ena najpogostejših oblik prestrukturiranja poslovanja za podjetja številne pozitivne posledice (zmanjšujejo oziroma rešujejo problem agentov, maksimirajo koristi delničarjev, optimizirajo trg vrednostnih papirjev in prežijo na trg managerskega talenta, so katalizator dezinvesticij, omogočajo hitro in učinkovito prezaposlovanje proizvodnih dejavnikov ter ustvarjajo bogastvo za celo družbo). Skratka, omogočajo potrebno prilagoditev gospodarskih družb v času in prostoru.

Konec koncev niti ni tako pomembno, če se korporacije vodijo v korist delničarjev. Sploh pa ni pomembno, ali ločitev upravljalške in lastniške funkcije vpliva na neučinkovitost in nekonkurenčnost korporacij. Glavna skrb bi morala biti le to, kdo bo nadzoroval ogromno ekonomsko, politično in družbeno moč teh korporacij (oziroma njihovega vodstva) in kako bi to moč lahko omejili (glej Blair, 1995: 213). Saj je meja med tem, kaj naj bi bila primerna uporaba premoženja podjetja in kaj naj bi predstavljalo zlorabo le-tega, vedno bolj zabrisana.

Literatura:

- **Blair, Margaret M.** (1995): Ownership and control. Rethinking corporate governance for the twenty-first century. The Brookings Institution. Washington, D.C.
- **Bešter, Janez** (1995): Teoretična analiza prevzemov podjetij. Magistrsko delo. Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta. Ljubljana.
- **Bešter, Janez** (1997): »Prevzemi podjetij«. Gospodarski vestnik, št. 36, str. 43-46.
- **Bešter, Janez** (1997): »Prevzemi podjetij«. Gospodarski vestnik, št. 37, str. 73-74.
- **Bešter, Janez** (1997): »Prevzemi podjetij«. Gospodarski vestnik, št. 38, str. 61.
- **Bešter, Janez** (2000): Prevzemi podjetij in njihovi motivi – empirična analiza na primeru Slovenije. Doktorska disertacija. Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta. Ljubljana.
- **Bohinc, Rado, Borut Bratina in Hilda Marija Pivka** (1999): Pravo gospodarskih družb. Založba FDV. Ljubljana.
- **Burrough, Bryan in John Helyar** (1991): Barbarians at the gate: The fall of RJR Nabisco. Harper Perennial. New York.
- **Davis, Gerald F. in Tracy A. Thompson** (1994): »A Social Movement Perspective on Corporate Control«. Administrative Science Quarterly, Vol. 39, Issue 1, str. 141-173.
- **Einspieler, Vili** (2003): »Anton Turnšek, predsednik uprave Pivovarne Laško. Združitev bi pomenila, da smo Slovenci vizionarji«. Delo, Sobotna priloga, 18.1., str. 8-9.
- **Fidermuc, Katarina** (2002): »Zadah po denarju«. Delo, 28.9., str. 1.
- **Jaklič, Marko** (2002): »Prevzemi – na Slovenskem in na tujem. Med strateško trmo in dninarstvom«. Delo, Sobotna priloga, 7.9., str. 10-12.
- **Juhart, Miha** (2000): »Postopek prevzema ciljne družbe«. Združitev in prevzemi gospodarskih družb, I. Strokovno posvetovanje, str. 39-46.
- **Lahovnik, Matej** (2002): »Slovenska prevzemna zgodba. Prevzemanje = večanje = pogoj za širjenje na tuje trge«. Delo, Sobotna priloga, 17.8., str. 12-13.
- **Monks, Robert A.G. in Nell Minow** (2001): Corporate Governance. Second Edition. Blackwell Publishers Ltd. Oxford.
- **Mramor, Dušan** (2002). »Nekateri so zelo obogateli«. Intervju. Delo, Sobotna priloga, 1.6., str. 8-9.
- **Rus, Andrej** (2001): Zapiski iz predavanj – upravljanje gospodarskih družb.
- **Rus, Andrej** (2002): »Menedžerski odkupi: BTC, SCT, Mercator. Nadzorni sveti se delajo neumne. Kdo jih bo tožil?«. Delo, Sobotna priloga, 30.9., str. 12-14.
- **Rus, Andrej** (2003): »Dokazovanje ega, nadarjenosti in ambicij«. Manager+, 1, str. 8-15.


- **Scott, W. Richard** (1987): Organizations: Rational, natural, and open systems. Prentice-Hall, Inc. New Jersey.
- **Sztompka, Piotr** (1999): Trust: a Sociological Theory. Cambridge University Press. Cambridge.
- **Tajnikar, Maks** (2000): »Pripojitve, spojitve in prevzemi«. Združitev in prevzemi gospodarskih družb, I. Strokovno posvetovanje, str. 25-38.

Viri:

- <http://www.certius.com/>
- <http://www.delo.si/>
- <http://www.dnevnik.si/>
- <http://www.dz-rs.si/>
- <http://www.finance-on.net/>
- <http://www2.gov.si/>
- <http://www.gvrevija.com/>
- <http://www.kapitalska-druzba.si/>
- <http://www.lek.si/>
- <http://www.ljse.si/>
- <http://seonet.ljse.si/>
- <http://www.marketvolume.com/>
- <http://www.mojdenar.com>
- <http://www.novartis.com/>
- <http://www.so-druzba.si/>
- **Lekov delničar** (2002): Časopis delničarjev Leka. Lek farmacevtska družba d.d. Št. 5, september. Ljubljana.
- **Zakon o prevzemih**. Uradni list Republike Slovenije, Ljubljana, 1997, 47, str. 4157-4169.
- **Javna ponudba in prospekt za odkup** delnic Lek farmacevtska družba d.d. (2002).

Priloga

Slika 1



Lek farmacevtska družba d. d., Verovškova 57, Ljubljana v skladu s Pravili Ljubljanske borze, d. d., Ljubljana ter v skladu s 66. členom Zakona o trgu vrednostnih papirjev-1, obvešča javnost

da je družba dne 22. 8. 2002 prejela dopis z vabilom k pogajanjem o morebitni ponudbi za odkup vseh delnic družbe Lek d. d.. Pobuda je rezultat dogovorov, ki jih je vodila uprava družbe in o katerih smo dne 21. 8. 2002, skladno s predpisi, že obvestili Agencijo za trg vrednostnih papirjev. Pristojni organi družbe bodo v prihodnjih nekaj dneh odločali o pogojih za začetek pogajanj s potencialnim ponudnikom za morebitno javno ponudbo.

Do začetka pogajanj, oz. do sprejema odločitve o javni ponudbi, želi potencialni ponudnik ostati neimenovan.



Glede na to, da zaradi začetka procesov odločanja informacija od današnjega dne ni več znana le ozkemu krogu pooblaščenih oseb in ker gre za informacijo, ki bi lahko pomembno vplivala na ceno vrednostnih papirjev družbe Lek d. d. na borzi, menimo, da so podane utemeljene okoliščine za zaščito neobveščenih investitorjev, o čemer smo dne 23. 8. 2002 obvestili Ljubljansko borzo d. d., Ljubljana.

Odločitev o morebitnem začetku pogajanj bo znana v naslednjih dneh, o čemer bomo Borzo, Agencijo za trg vrednostnih papirjev in javnost nemudoma obvestili skladno z veljavno zakonodajo.

Lek d. d.

Vir: Delo, št. 194, 24.8.2002, str. 9.

Slika 2

	
POTRDILO O UDELEŽBI	
Šifra delničarja: 100010	Štev. glasov: ???
Priimek in ime: MAROLT ANDREJ	
NAVODILO:	
<ul style="list-style-type: none">- Oddano potrdilo o udeležbi dokazuje vašo prisotnost na seji skupščine.- Potrdilo o udeležbi oddajte pri vhodu v dvorano.- Če se skupščine ne boste udeležili, lahko pooblastite drugo osebo.	

Vir: lasten.

Slika 3

	GLASOVNICA 7
Šifra delničarja: 100010	
Število glasov: ???	
Glasujete tako, da obkrožite 'ZA' ali 'PROTI' in oddate glasovnico v glasovalno skrinjico.	
	
ZA	PROTI

Vir: lasten.



I. PONUDBA ZA ODKUP DELNIC DRUŽBE LEK FARMACEVTSKA DRUŽBA D.D., VEROVŠKOVA 57, 1526 LJUBLJANA NA PODLAGI DOVOLJENJA AGENCIJE ZA TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV ŠT. 171/51/AG-02-(489) Z DNE 27.09.2002

1. PONUDNIK

Servipham AG, c/o Novartis Pharma AG, Lichtstrasse 35, 4056 Basel, Švica, registracijska št. CH-270.3.003.263-4, vpisana v sodni register Kantona Basel-mesto, ki je odvisna družba v popolni neposredni lasti družbe Novartis Pharma AG (švicarska družba) in članica skupine Novartis.

2. VREDNOSTNI PAPIRI, KI SO PREDMET PONUDBE ZA ODKUP

Firma in sedež izdajatelja:
Lek farmacevtska družba d.d., Verovškova 57, 1526 Ljubljana, Slovenija
Ponudba se nanaša na vse delnice družbe Lek, kar je skupaj 1.933.176 delnic, oziroma natančneje na:
• 1.792.782 (enmilijondevetsto dvajsetdesetisosedemsto dvainosemdeset) navadnih imenskih delnic Lek razreda A (z oznako LEKA) z glasovalno pravico in z nominalno vrednostjo 6.000 (šestisoč) SIT za delnico v skupni nominalni vrednosti 10.756.682.000 (desetimilijonseststosestdesetimilijonovdevetsto dvajsetdesetisoč) SIT; in
• 140.394 (stoštiridesetisočstoštirindvojeest) prednostnih imenskih delnic Lek razreda B (z oznako LEKB) z glasovalno pravico in z nominalno vrednostjo 6.000 (šestisoč) SIT za delnico v skupni nominalni vrednosti 842.364.000 (osemsto dvajsetdesetimilijonovstoštirindvojeeststoštirisoč) SIT.

3. POGOJI PONUDBE ZA ODKUP

Ponudnik za delnice Leke ponuja plačilo celotne cene v denarju.
V skladu s pogoji te ponudbe ponudnik delničarjem Leke ponuja 95.000 SIT za delnico Lek A in za delnico Lek B. Delničarji družbe Lek, ki sprejmejo ponudbo, lahko izberejo izplačilo kupnine za delnice Leke v tolarjih (SIT) ali v evrih (EUR). Znesek kupnine v evrih bo preračunan iz SIT v EUR po srednjem tečaju Banke Slovenije za EUR, veljavnem na zadnji dan roka za sprejem ponudbe.
Delničar Leke, ki sprejme ponudbo ter izbere izplačilo v evrih in ki še nima odprtega deviznega računa v evrih, mora pri eni izmed pooblaščenih bank tak račun odpreti pred sprejemom ponudbe za odkup ter ga navesti na obrazcu za sprejem ponudbe za odkup.

4. VELJAVNOST PONUDBE

Ponudba velja od vključno 28. septembra 2002 do vključno 28. oktobra 2002, razen če se veljavnost ponudbe podaljša v skladu z Zakonom o prevzetih.

5. MINIMALNO ŠTEVILO VREDNOSTNIH PAPIRJEV POTREBNIH ZA USPEH PONUDBE

Minimalno število delnic Leke, za katere mora biti ponudba sprejeta, da se ta šteje za uspešno, je 985.920 delnic Leke (neodvisno od razreda delnic Leke), prostih vsaj bremen, kar predstavlja 51% vseh izdanih delnic Leke.

6. RAZVEZNI POGOJ

Ta ponudba oziroma s sprejemom ponudbe za sklenjene pogodbe prenehajo veljati in se razveljavijo v primeru, če Urad za varstvo konkurence, pred izdajo odločbe ATPV o uspešnosti ponudbe iz 43. člena Zakona o prevzetih, izda odločbo o neskladnosti koncentracije s pravili konkurence, s katero na podlagi 3. odstavka 41. člena Zakona o preprečevanju omejevanja konkurence zavrne izdajo dovoljenja oziroma soglasja k ponudbi za odkup.

7. ROK ZA PLAČILO

Plačilo delničarjem Leke, ki so sprejeli ponudbo, bo izvršeno v osmih dneh, šteto od dne, ko KDD prejme ugotovljeno odločbo ATPV, da je ponudba uspeša.
KDD bo v imenu in za račun ponudnika izpolnila njegove, iz ponudbe izhajajoče, denarne obveznosti iz denarnih sredstev ali bančne garancije, izročene KDD s strani ponudnika.

8. DRUGA POMEMBNA DEJSTVA V ZVEZI S PONUDBO ZA ODKUP

Splošno
Z delnicami Leke se trguje na borzni kotaciji Ljubljanske borze vrednostnih papirjev d.d. (oznaka LEKA in LEKB). Enotni tečaj za delnico znaša na dan 16. septembra 2002 89.503,59 SIT za delnico Lek A in 86.250,00 SIT za delnico Lek B.
Na dan objave te ponudbe ponudnik oziroma z njim povezane družbe nimajo v lasti nobene delnice Leke.
Ponudnik ne namerava sam, neposredno ali posredno ali preko tretje osebe, kupovati delnice Leke, pred in v času veljavnosti ponudbe. Lek je imel na dan 16. septembra 2002 v lasti 87.804 lastnih delnic, kar predstavlja 4,54% letovskega osnovnega kapitala, in sicer 26.359 delnic Lek A in 61.445 delnic Lek B.

Spremembe statuta Leke

Sklepi skupščine delničarjev Leke je bil objavljen 26. avgusta 2002, 27. septembra 2002 pa je skupščina odločila o naslednjih predlogih sprememb in dopolnitvah statuta:

1. 31. (enaintrideset) člen se spremeni, tako da se glasi:

"Nadzorni svet šteje 6 (šest) članov, ki jih izvoli skupščina ter 3(tri) člane, ki jih izvoli svet delavcev v skladu z veljavno zakonodajo.
Ne glede na prvi odstavek tega člena, šteje nadzorni svet 5(pet) članov, ki jih izvoli skupščina ter 5(pet) članov, ki jih izvoli svet delavcev v skladu z veljavno zakonodajo, do dne, ko postane pravnomočna ugotovljena odločba o uspešnosti ponudbe za odkup vseh delnic družbe, ki jo na podlagi Zakona o prevzetih izda Agencija za trg vrednostnih papirjev, pod pogojem, da je ponudba, na katero se nanaša taka odločba, objavil ponudnik, ki je po 24.06.2002 (štirindvojeestem juniju dvatisočovih) pridobil dovoljenje nadzornega sveta družbe za pridobitev imenskih delnic družbe v skupni nominalni vrednosti, ki presega kumulativno 15 (petnajst) % osnovnega kapitala družbe.
Uprava v ugotovljenem sklepu, ki ga pošlje vsem članom nadzornega sveta ter svetu delavcev, ugotovi izpolnitev pogojev iz prejšnjega odstavka."

2. 3.(tretji) odstavek 33.(trinidesetega) člena statuta se spremeni, tako da se glasi:

"Člani nadzornega sveta so izvoljeni za dobo štirih let. V primeru zmanjšanja števila članov nadzornega sveta, ki jih je izvolil svet delavcev, zaradi nastopa pogojev iz drugega odstavka 31. (enaintridesetega) člena tega statuta, pred rednim iztokom mandata, mora svet delavcev pred sklicem prve seje nadzornega sveta, ki jo določa prvi odstavek 31. (enaintridesetega) člena tega statuta, najkasneje pa v roku 3 (treh) delovnih dni po prejemu ugotovljenega sklepa iz tretjega odstavka 31.(enaintridesetega) člena, obvestiti družbo o tem, katerim članom nadzornega sveta, ki jih je izvolil svet delavcev, je članstvo v nadzornem svetu prenehalo z dnem nastopa pogojev iz drugega odstavka 31.(enaintridesetega) člena. Če družba ne prejme takega obvestila v prej navedenih rokih, se šteje, da je mandat prenehal tistima dvema predstavnikoma delavcev v nadzornem svetu, ki imata najkrajšo delovno dobo v družbi."

3. 67. (sedemdesetdeset) člen se spremeni tako, da se glasi:

"Tretji odstavek 40.(štiridesetega) člena preneha veljati z dnem pravnomočnosti ugotovljene odločbe o uspešnosti ponudbe za odkup vseh delnic družbe, ki jo na podlagi Zakona o prevzetih izda Agencija za trg vrednostnih papirjev, pod pogojem, da je ponudba, na katero se nanaša taka odločba, objavil ponudnik, ki je po 24.06.2002 (štirindvojeestem juniju dvatisočovih) pridobil dovoljenje nadzornega sveta družbe za pridobitev imenskih delnic družbe v skupni nominalni vrednosti, ki presega kumulativno 15 (petnajst) % osnovnega kapitala družbe.
Nadzorni svet je pristojen, da ugotovi izpolnitev pogojev iz prejšnjega odstavka.
Ne glede na določbo prvega odstavka tega člena tretji odstavek 40.(štiridesetega) člena preneha veljati najkasneje s 30.06.2003 (trinidesetim junijem dvatisočin)."

Skupščina delničarjev navedenih sprememb in dopolnitev ni potrdila.

Odobritev prodaje Lekovih lastnih delnic ponudniku

Lek ima v lasti 4,54% lastnih delnic. V skladu z Zakonom o gospodarskih družbah imajo obstoječi delničarji Leke prednostno pravico do nakupa lastnih delnic.

Zgoraj omenjena skupščina ni odobrila predlagane izključne prednostne pravice v zvezi z Lekovimi lastnimi delnicami in prodaje Lekovih lastnih delnic ponudniku v skladu s pogoji te ponudbe.

Soglasje nadzornega sveta k prenosu delnic

Statut Leke določa, da je za pridobitev imenskih delnic Leke potrebno soglasje nadzornega sveta Leke v primeru, da posamezni pridobitelj pridobi imenske delnice v vrednosti, ki presega kumulativno 15 % osnovnega kapitala.
Nadzorni svet Leke je dne 28. septembra 2002 ponudniku Servipham AG izdal dovoljenje za pridobitev imenskih delnic v vrednosti, ki presega kumulativno 15 % osnovnega kapitala družbe, v skladu s to ponudbo, nastojeno na vse imetnike glasovalnih delnic Leke.

Preklic ponudbe

Po objavi prospekta za odkup do izteka roka za sprejem ponudbe lahko ponudnik preklicše ponudbo za odkup oziroma odstopi od pogodbe, ki je bila sklenjena s sprejemom take ponudbe, če druga oseba da konkurenčno ponudbo v tolikšni meri, da napojem Zakona o prevzetih, ali če nastopijo okoliščine, ki otežujejo izpolnitev obveznosti ponudnika v tolikšni meri, da nakup vrednostnih papirjev ne ustreza več pričakovanjem ponudnika, ter da bi bilo po splošnem mnenju nepravilno ohraniti pogodbo v veljavi.

9. BANKA OZIROMA BORZNO POSREDNIŠKA DRUŽBA, KI V IMENU PONUDNIKA DAJE PONUDBO ZA ODKUP

Borzo posredniška družba, ki v imenu ponudnika daje ponudbo za odkup, je banka Bank Austria Creditanstalt d.d. Ljubljana, Šmartinska 140, SI-1000 Ljubljana.

10. SPREJEM PONUDBE ZA ODKUP

Delničarji Leke sprejmejo ponudbo s tem, da
(i) delničarji, ki izberejo izplačilo kupnine v tolarjih (SIT) izpolnijo in podpišejo izjavo o sprejemu ponudbe v obliki obrazca za sprejem ponudbe IZ-DEN (izplačilo v SIT), ki je priložen prospektu kot priloga št. 3a in ki je na razpolgo v skladu z določbami te ponudbe oziroma,
delničarji, ki izberejo izplačilo kupnine v evrih (EUR) izpolnijo in podpišejo izjavo o sprejemu ponudbe v obliki obrazca za sprejem ponudbe IZ-EUR (izplačilo v EUR), ki je priložen prospektu kot priloga št. 3b in ki je na razpolgo v skladu z določbami te ponudbe in

(ii) predložijo ustrezno izpolnjeno in podpisano izjavo o sprejemu ponudbe - obrazec IZ-DEN (izplačilo v SIT) oziroma obrazec IZ-EUR (izplačilo v EUR), Diviziji Globalnih storitev v vrednostnih papirjih bank Bank Austria Creditanstalt d.d. Ljubljana, Wolfova 1, SI-1000 Ljubljana, ali z namenom dostave na ta naslov katerikoli drugi poslovilnici banke Bank Austria Creditanstalt d.d. Ljubljana v Sloveniji ali drugi banki ali borzno posredniški družbi, ki je pooblaščen udeležnik trga vrednostnih papirjev v Sloveniji.

V vsakem primeru mora Bank Austria Creditanstalt d.d. Ljubljana izjavo o sprejemu ponudbe prejeti na naslov Bank Austria Creditanstalt d.d., Divizija Globalnih storitev v vrednostnih papirjih, Wolfova 1, SI-1000 Ljubljana, ali po faxu: 01-5876-483 oziroma 01-5876-484 NAJKAŠNEJE DO VKLJUČNO 28. OKTOBRA 2002, DO 12.00 URE.

Za pravilno oddane se štejejo popolne izjave, ki bodo prispele na naslov Bank Austria Creditanstalt d.d. Ljubljana, Divizija Globalnih storitev v vrednostnih papirjih, Wolfova 1, SI-1000 Ljubljana, najkasneje do vključno 28. oktobra 2002, do 12.00 ure.

V primeru, da se izjava o sprejemu ponudbe nanaša na katerekoli delnice Leke, ki so obremenjene s pravicami tretjih, in so vpisane v centralnem registru pri KDD na dan sprejema ponudbe, se izjava o sprejemu ponudbe ne šteje za pravilno oddano glede obremenjenih delnic. Veljavnost izjave o sprejemu ponudbe za odkup glede delnic Leke, ki niso obremenjene, ostane v veljavi.

DELNIČAR LEKE, KI ŠE NIMA ODRPTEGA RAČUNA VREDNOSTNIH PAPIRJEV PRI POOBLAŠČENEM UDELEŽENCU TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV, MORA PREDHODNO ODPRETI RAČUN VREDNOSTNIH PAPIRJEV PRI POOBLAŠČENEM UDELEŽENCU TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV IN IZPOLNITI IN PODPISATI OBRAZEC ZA PRENOS VREDNOSTNIH PAPIRJEV Z REGISTRSKEGA RAČUNA IMETNIKA PRI KDD NA RAČUN VREDNOSTNIH PAPIRJEV PRI POOBLAŠČENEM UDELEŽENCU TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV.

SEZNAM POOBLAŠČENIH UDELEŽENCEV TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV JE PRILJOŽEN PROSPEKTU KOT PRILOGA ŠT. 1. SEZNAM POSLOVALNIC BANKE BANK AUSTRIA CREDITANSTALT D.D. LJUBLJANA JE PRILJOŽEN PROSPEKTU KOT PRILOGA ŠT. 2.

DELNIČAR LEKE, KI SPREJME PONUDBO TER IZBERE IZPLAČILO KUPNINE V EVRIH IN KI ŠE NIMA ODRPTEGA DEVIZNEGA RAČUNA V EVRIH, MORA PRI ENI IZMED POOBLAŠČENIH BANK TAK RAČUN PRED SPREJEMOM PONUDBE ZA ODKUP ODPRETI TER GA NAVESTI NA OBRAZCU ZA SPREJEM PONUDBE ZA ODKUP.

Imenske prednostne delnice z oznako "razred B", ki do danes še niso bile zamenjane za nematerializirane imenske prednostne delnice z oznako LEKB, morajo imetniki, ki želijo sprejeti ponudbo, predhodno izročiti družbi Lek d.d., na sedežu družbe v Ljubljani, Verovškova 57, vsak delovni dan od 11.00 do 14.00 ure, in jo pooblastiti, da te delnice v njihovem imenu pri Klinično dopolni določila zamenja za ustrezno število nematerializiranih delnic z oznako LEKB tako, da bo vključila pravico iz teh delnic v centralni registru nematerializiranih papirjev, ki ga vodi KDD. Delničarje delnic z oznako LEKB nato Lek d.d. o zamenvi obvesti tudi z osebnim pismom.

11. PROSPEKT ZA ODKUP

Prospekt za odkup so na vpogled pri vseh pooblaščenih udeležencih trga vrednostnih papirjev in v poslovalnicah banke Bank Austria Creditanstalt d.d. Ljubljana med rednim delovnim časom:

Bank Austria Creditanstalt d.d. Ljubljana
Poslovna Enota Ljubljana BTC
Šmartinska 140
1000 Ljubljana
tel.: 01 / 5876 600

Poslovna Enota Ljubljana Wolfova
Wolfova 1
1000 Ljubljana
tel.: 01 / 5876 430

Poslovna Enota Koper
Ferrarska 5a
6000 Koper
tel.: 05 / 6101 050

Poslovna Enota Maribor
Svetozarska 6
2000 Maribor
tel.: 02 / 225 321

Poslovna Enota Murska Sobota
Lendavska 11
9000 Murska Sobota
tel.: 02 / 5341 440

**Bank Austria
Creditanstalt**
Slovenija

Slika 5

II.	PROSPEKT	14
1.	PODROBNEJŠI PODATKI O PONUDBI ZA ODKUP	14
1.1.	<i>Podatki o izdajatelju in vrednostnih papirjih, na katere se nanaša ponudba za odkup</i>	14
1.1.1.	Firma in sedež izdajatelja.....	14
1.1.2.	Vrednostni papirji, na katere se nanaša ponudba za odkup.....	14
1.2.	<i>Podatki o ponudniku</i>	14
1.2.1.	Firma in sedež ponudnika.....	14
1.2.2.	Firma in sedež banke oziroma borzno posredniške družbe, ki v imenu ponudnika daje ponudbo za odkup.....	15
1.3.	<i>Pogoji ponudbe za odkup</i>	15
1.3.1.	Cena.....	15
1.3.2.	Datum začetka in konca roka za sprejem ponudbe za odkup.....	15
1.3.3.	Minimalno število vrednostnih papirjev, za katere mora biti sprejeta ponudba za odkup, da se ponudba šteje za uspešno.....	15
1.3.4.	Način določitve ponujene cene.....	15
1.3.5.	Stroški, ki bremenijo imetnika vrednostnih papirjev, ki sprejme ponudbo za odkup.....	16
1.4.	<i>Razvezni pogoji</i>	16
1.5.	<i>Postopek za sprejem ponudbe in opis izpolnitve</i>	16
1.5.1.	Postopek za sprejem ponudbe.....	16
1.5.2.	Plačilo kupnine.....	18
1.6.	<i>Pogoji za odstop od ponudbe</i>	18
1.6.1.	Pogoji za odstop od ponudbe za odkup s strani ponudnika.....	18
1.6.2.	Pogoji za odstop od sprejema ponudbe za odkup s strani imetnika vrednostnih papirjev, na katere se nanaša ponudba za odkup.....	21
1.7.	<i>Druška pomembna dejstva v zvezi s ponudbo za odkup</i>	21
	Splošno.....	21
	Sprememba statuta Leka.....	22
	Soglasje za prodajo lastnih delnic ponudniku.....	23
	Soglasje nadzornega sveta k prenosu delnic.....	23
	Preklic ponudbe.....	23
2.	PODATKI O IZDAJATELJU IN VREDNOSTNIH PAPIRJIH, NA KATERE SE NANAŠA PONUDBA ZA ODKUP	24
2.1.	<i>Osnovni podatki o izdajatelju</i>	24
	Splošno.....	24
2.2.	<i>Osnovni podatki o vrednostnih papirjih, na katere se nanaša ponudba za odkup</i>	24
2.2.1.	Skupna nominalna vrednost in število vrednostnih papirjev po posameznem razredu.....	24
2.2.2.	Mesto trgovanja z vrednostnimi papirji po posameznem razredu.....	26
2.2.3.	Podatki o trgovanju z vrednostnimi papirji po posameznem razredu.....	26
2.2.4.	Zadnja izračunana knjigovodska vrednost vrednostnih papirjev po posameznem razredu.....	28
2.2.5.	Izplačane dividende na delnico v zadnjih dveh letih.....	29
2.3.	<i>Finančni podatki o izdajatelju</i>	30
	Revidirana nekonsolidirana bilanca stanja za 2000 in 2001 (v tisočih SIT).....	31
	Revidirani nekonsolidirani izkaz uspeha za 2000 in 2001 (v tisočih SIT).....	32
	Revidirana konsolidirana bilanca stanja (v tisočih SIT) za 2000 in 2001.....	33
	Revidirani konsolidirani izkaz uspeha (v tisočih SIT) za 2000 in 2001.....	34
	Poročilo o reviziji.....	35
	Nerevidirana konsolidirana bilanca stanja za polletji 2002 in 2001 (v milijonih SIT).....	36
	Nerevidirani konsolidirani izkaz poslovnega izida za polletji 2002 in 2001 (v milijonih SIT).....	37
3.	PODATKI O PONUDNIKU	38
3.1.	<i>Osnovni podatki o ponudniku</i>	38
3.1.1.	Firma, sedež in matična številka ponudnika.....	38
3.1.2.	Osnovna dejavnost ponudnika.....	38
3.1.3.	V sodni register vpisan osnovni kapital.....	39
3.1.4.	Imetniki delnic oziroma poslovnih deležev ponudnika, ki imajo 10 in več odstotkov glasovalnih pravic oziroma najmanj 10 imetnikov z največjimi deleži glasovalnih pravic.....	39
3.1.5.	Člani nadzornega sveta ponudnika.....	40
3.1.6.	Člani uprave oziroma poslovodstva ponudnika.....	40
3.2.	<i>Podatki o družbah, ki so v razmerju povezane družbe s ponudnikom oziroma v zvezi s ponudbo za odkup delujejo v svojem imenu in za račun ponudnika</i>	41
3.3.	<i>Podatki o dosedanjih pridobitvah vrednostnih papirjev</i>	44
3.3.1.	Podatki o dosedanjih pridobitvah vrednostnih papirjev, na katere se nanaša ponudba za odkup.....	45
3.3.2.	Podatki o dosedanjih pridobitvah ostalih vrednostnih papirjev izdajatelja.....	45
3.3.3.	Nadaljnji nakupi po objavi ponudbe za odkup.....	46
3.4.	<i>Osnovni finančni podatki o ponudniku</i>	47
3.4.1.	Bilanca stanja za zadnje končano poslovno leto.....	47
3.4.2.	Izkaz uspeha za zadnje končano poslovno leto.....	48
	Poročilo o reviziji.....	49
	Informacija o ponudnikovem finančnem ozadju.....	50
3.5.	<i>Opis ponudnikovih dosedanjih pomembnejših stikov, transakcij ali pogajanj z izdajateljem vrednostnih papirjev, na katere se nanaša ponudba za odkup</i>	53
4.	PREDVIDENE POSLEDICE PREVZEMA	54
4.1.	<i>Namen ponudbe za odkup</i>	54
	Globalni trg generičnih zdravil.....	54
	Izboljšanje tržnega položaja Leka in skupine Novartis.....	54
4.2.	<i>Vpliv financiranja odkupa vrednostnih papirjev na podlagi te ponudbe za odkup na nadaljnje poslovanje prevzete družbe</i>	55
4.3.	<i>Poslovna politika po prevzemu</i>	55
4.3.1.	Prestrukturiranje družbe.....	55
	Lek bo del sektorja generičnih zdravil skupine Novartis.....	55
	Položaj in strateški cilji sektorja generičnih zdravil.....	56
	Položaj in strateški cilji Leka.....	56
	Skupne vrednote.....	57
	Organizacijska načela.....	57
	P&T aktivnosti.....	58
	R&R.....	59
	Proizvodnja.....	59
	Blagovna znamka Lek.....	59
	Obstoječe strateške povezave in pogodbene obveznosti Leka.....	60
4.3.2.	Politika zaposlovanja.....	60
4.3.3.	Spremembe statuta.....	60
4.3.4.	Delitev dobička.....	61
4.4.	<i>Vpliv na nadaljnje trgovanje z vrednostnimi papirji, katerih izdajatelj je prevzeta družba, na organiziranem trgu</i>	61
4.5.	<i>Ostale posledice prevzema</i>	61
5.	PODATKI O OSEBAH, ODGOVORNIH ZA IZDAJO PROSPEKTA	61
	PRILOGA 1: SEZNAM POOBlaščenih udeležencev trga vrednostnih papirjev.....	62
	PRILOGA 2: SEZNAM POSLOVALNIC BANKE BANK AUSTRIA CREDITANSTALT D.D. LJUBLJANA.....	64
	PRILOGA 3-A: OBRAZEC O SPREJEMU PONUDBE – IZJ-DEN (IZPLAČILO V SIT).....	65
	PRILOGA 3-B: OBRAZEC O SPREJEMU PONUDBE – IZJ-DEN (IZPLAČILO V EUR).....	66
	PRILOGA 4: PRE-VP 6.....	67
	DELNICE LEKA.....	67
	DELNICE LEKB.....	67
	PRILOGA 5: PRE-VP 25.....	68
	DELNICE LEKA.....	68
	DELNICE LEKB.....	68

Vir: Javna ponudba in prospekt za odkup delnic Lek farmacevtska družba d.d., 17.9.2002, str. 2-4.