



Page: 10

Reach: 84000

Country: SLOVENIA

Size: 1573 cm2

1 / 4

Po petih letih dogovarjanja med konzorcijem državnih podjetij, ki je prodajal kontrolni delež Mercatorja, in Agrokorjem se je zgodila vrsta osupljivih stvari. Prvič, namesto dveh mesecev je proces trajal pet let. Drugič, cena je padla za skoraj trikrat. Tretjič, 27. junija 2014 Mercator ni bil prevzet, temveč je Agrokorju uspelo kupiti kontrolni delež od državnih podjetij mimo določil zakona o prevzemih.

Prevzemi v centru in na periferiji kapitalizma

Tekst

Andrej Rus

Foto

Blaž Samec, Reuters

Sočasno s prodajo kontrolnega deleža Mercatorja smo lahko gledali, kako je potekal neki drug prevzem v evropskem finančnem centru, Londonu, kjer kapital in pravila prevzemov jemljejo resno. Ko je ameriški farmacevt Pfizer 26. aprila zaupno kontaktiral upravo Astra Zenece glede namevanega prevzema, je dva dni za tem moral objaviti namero o prevzemu, nato pa mu je po prevzemnih pravilih ostalo le 28 dni, da je poskušal prevzem izpeljati. Zaradi nasprotovanja politike, ki je v tem času izpeljala zaslisanja pred parlamentarno komisijo, je moral Pfizer kljub znatnemu zvišanju cene priznati poraz in se umakniti za nekaj mesecev.

Negibni mezinci

Vprašanje, ki si ga mora postaviti vsakdo v Sloveniji, je, zakaj taka razlika v poteku prevzemov na evropski periferiji in v evropskem centru? Lahko pa vprašanje zaostriamo: zakaj Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP), nadzorni sveti Mercatorja, NLB in Slovenskega državnega holdinga ter slovenska vlada niso niti mignili z mezincem in so dopustili, da se prodaja večinskega deleža izvede v izrecnem nasprotovanju z zakonom o prevzemih? Dejstvo namreč je, da bi prevzemni postopek prisilil vse udeležence, da prevzem izpeljejo transparentno, hitro, brez zniževanja prvotne cene in v korist vseh, ne pa le nekaterih delničarjev.

Cilj zakona o prevzemih je transparentnost. Zakon o prevzemih prisili prevzemnika, da o svoji nameri obvesti vse investitorje, da vsem delničarjem ponudi enako ceno, da izpelje prevzem hitro in da omogoči nadzornemu svetu ciljne družbe, da izvede *ad hoc* dražbo podjetja. Brez tega se lahko zgodi, da prevzemnik na tihem pridobi kontrolni delež v podjetju in uporabi večino glasovalnih pravic za prilastitev finančnih tokov podjetja v škodo velikega števila delničarjev, ki so se proti svoji volji znašli v manjšinskem položaju. Da bi preprečil tovrstno zlorabo in razlašanje manjšinskih delničarjev, zakon o prevzemih

določa, da mora vsakdo, ki doseže prevzemni prag, tretjinski delež glasovalnih pravic družbe, podati prevzemno ponudbo in jo javno objaviti.

Še pred objavo ponudbe mora prevzemnik deponirati celotno kupnino pri KDD, da bi se izognili navideznim prevzemom, katerih namen je utruditi ciljno družbo. Hkrati pa z objavo javne ponudbe začne teči 60-dnevni rok, v katerem mora biti izpeljan prevzem. Tudi to določilo štiti ciljno družbo pred strateško destabilizacijo, saj je v času prevzema ciljna družba paralizirana. Da ne bi prišlo do utrujanja žrtve, mora biti prevzem dokončan v 60 dneh. Če do takrat prevzemniku ne uspe, zakon določa, da eno leto ne sme podati nove ponudbe. Dvomesečni rok ni kratek.

V Londonu, zibelki kapitalizma, so leta 2009 ta rok skrajšali na 28 dni, saj so po večtedenskem napadu ameriškega Krafta na Cadbury ocenili, da je 60-dnevna negotovost za ciljno družbo preveč škodljiva.

Pomembno določilo zakona o prevzemih zadeva pravično ceno, ki ne sme biti nižja od najvišje, ki jo je prevzemnik plačal v zadnjih dvanajstih mesecih, in spremembo prevzemne ponudbe, kjer je dovoljeno ceno zgolj dvigniti in ne nižati. Smisel tega določila je prav v tem, da prevzemnik, ki že izkazuje svojo premoč nad ciljno družbo, tega položaja ne bi zlorabil zato, da bi si med prevzemom, ko podjetje drži za vrat, pridobil popust oziroma nižjo ceno.

Zakon o prevzemih torej štiti tako delničarje pred zlorabami prevzemnika kot tudi podjetje, ki bi ga prevzemnik želel tako dolgo držati v suspenzu, da bi njegova cena po nekajletni negotovosti padla na eno tretjino. Ščiti pa tudi **male delničarje** pred velikimi delničarji, ki bi se lahko pogajali zgolj v lastno korist. S tem ko se je Agrokor izognil zakonu o prevzemih, je lahko počel prav to, kar poskuša ta zakon preprečiti. Nastopal je kot kupec brez denarja, Mercator je pet let držal v negotovosti in s tem odgnal druge kupce ter tako utrudil svoj plen, da mu je ceno znižal na tretjino.

Končni rezultat nakupa pa je kontrolni delež Mercatorja, pri čemer sploh ni jasno, ali bo Agrokor poskušal izplačati preostale delničarje. Bolj verjetno je, da bo pohitel z dokapitalizacijo in potisnil sedanjih 47 odstotkov delničarjev pod 25-odstotni prag, kjer preneha obveznost prevzemne ponudbe in postanejo manjšinski delničarji *de facto* brezpravni.

Zmota, ki je videti namerna

Ključno vprašanje je, ali bi moral Agrokor delovati znotraj zakona o prevzemih in ali so svojo vlogo odigrali prodajalci, država in njene nadzorne institucije, v slovenskem primeru ATVP, ki skrbijo za spoštovanje določil zakona o

Page: 10

Reach: 84000

Country: SLOVENIA

Size: 1573 cm2

2 / 4

prevzemih. Neuradno je mogoče izvedeti, da po mnenju neimenovanih pravnikov Agrokor ni bil dolžan podati javne ponudbe, saj ni kupoval delnic na prostem trgu in pridobil tretjinskega deleža glasovalnih pravic.

A njihova zмота je tako očitna, da je videti namerna. Agrokor je namreč več let deloval usklajeno z večinskimi lastniki Mercatorja z izrecnim namenom prevzema podjetja. Hkrati pa ga pri napadu podpira Unicredit, ki je sam osem odstotni lastnik Mercatorja in ga je mogoče šteti za parkirišče Agrokorjevih delnic ali za osebo, ki deluje usklajeno z drugimi delničarji.

Zakon o prevzemih je izjemno jaseen glede obveznosti oseb, ki delujejo usklajeno: ko osebe, ki delujejo usklajeno, dosežejo prevzemni prag, tretjino glasovalnih pravic, so dolžni izpeljati prevzem po zakonu o prevzemih.

Zakon pod usklajeno delovanje šteje delovanje oseb, ki imajo namen prevzeti kontrolo nad podjetjem, ne glede

na to, ali je dogovor pisni ali ustni, javni ali tajni.

V primeru Mercatorja ni šlo za tajnost, ampak za javen sporazum, ki smo ga lahko spremljali kot nogometno tekmo na svetovnem prvenstvu. Za osvežitev spomina: ko so posamezni lastniki pred leti prvič poskušali prodati Mercator, so nekateri slovenski ekonomisti opozorili, da bi bilo pametno prodajalce koordinirati med seboj, da bi lahko morebitnemu kupcu ponudili kontrolni paket delnic in s tem realizirali višjo ceno, ki bi vključevala prevzemno premijo. Koordinacija je dejansko stekla in oblikoval se je konzorcij lastnikov, ki so skupaj obvladovali 53 odstotkov glasovalnih pravic. Agrokor je s tem konzorcijem podpisal pogodbo o nakupu delnic z namenom prevzema Mercatorja, kar pomeni, da je šlo za usklajeno delovanje večinskih lastnikov in Agrokorja z namenom prevzema kontrole Mercatorja.



Šibka država je tista, ki ne zna ali ne zmore spoštovati lastnih zakonov kapitalnega trga v lastno korist. Prodaja Mercatorja je dokaz nemoči regulacije in ne triumf trga.

Page: 10

Reach: 84000

Country: SLOVENIA

Size: 1573 cm2

3 / 4



Stvari ne bi morale biti bolj očitne, saj so vsi obremenilni dokazi zapisani v pogodbi, ki smo jo spremljali prek medijev.

Četverica odgovornih

Kdo bi torej moral uvideti, da je treba transakcijo tako imenovane prodaje obravnavati kot prevzem? Odgovornost za to je na štirih entitetah. Prva med prvimi je ATVP, državna agencija, izrecno ustanovljena za to, da bi nadzirala izvajanje zakona o prevzemih in na kapitalskih trgih skrbela za zakonitost poslovanja vseh udeležencev. ATVP ima največjo koncentracijo strokovnjakov na tem področju. Pa tudi nadzor nad usklajenim delovanjem ji ni nov. Pred dvema letoma je namreč državi odvzela glasovalne pravice zaradi ocene, da je z ustanovitvijo AUKN prišlo do usklajenega delovanja državnih deležev, čeprav o tem, da bi država prevzela podjetja, ni bilo govora. To zmotno mnenje pa vendarle dokazuje, da ATVP običajno spremlja usklajeno delovanje tudi v primerih, ko delničarji nimajo namena prevzemati podjetja. Tokrat je ATVP zatajila, kar je tako očitna napaka, da bi morala pritegniti pozornost NPU in žilistva.

Drugi najbolj odgovoren je nadzorni svet Mercatorja. Njegov predsednik je ekonomist in vrhunski specialist za prevzeme in je celo

sam pomagal izboljševati zakon o prevzemih. Nadzorniki Mercatorja in njegova uprava bi morali storiti vse, kar je v njihovi moči, da ravnajo v korist vseh, ne le nekaterih delničarjev, in da zaščitijo podjetje pred destabilizacijo počasnega prevzema, kar bi lahko dosegel le v preglednem postopku prevzema. Še posebej bode v oči dejstvo, da je nadzorni svet Mercatorja dopustil, da je cena za delnico v zadnjem letu padla za polovico, čeprav je upravi Mercatorja uspel reprogram posojil in kljub izboljšanju gospodarskega okolja, ki napoveduje rast. Dejstvo, da od ATVP niso zahtevali uveljavitve zakona o prevzemih, s katerimi bi izpolnili svojo odgovornost do delničarjev in izvedli dražbo po poštenih pti, jih postavlja v položaj, kjer so odškodninsko odgovorni delničarjem, ki se utegnejo znajti praznih žepov. Vprašanje, zakaj je nadzorni svet Mercatorja molčal, zahteva odgovore. Sklicevanje na nevednost ni mogoče, ko je predsednik nadzornega sveta sam vrhunski strokovnjak za prevzeme. Preverjanje drugih možnosti pa bo moral prevzeti NPU.

Tretji po odgovornosti pa je nadzorni svet NLB, ki je bil ves čas neformalni vodja konzorcija prodajalcev. Vodi ga vrhunski pravnik, ki mu slovenska politika priznava primat na področju korporativnega upravljanja. Naloga

Page: 10

Reach: 84000

Country: SLOVENIA

Size: 1573 cm2

4 / 4

nadzornega sveta in uprave NLB kot prodajalca je bila maksimizirati izplen. A zgodilo se je prav nasprotno. Sklenitev zasebnega sporazuma med konzorcijem prodajalcev in Agrokorjem je odgnala druge kupce in cena je zato začela padati. Še več, kljub reprogramiranju dolgov je NLB zelo voljno privolila v znižanje cene. Če bi NLB uporabila zakon o prevzemih, zniževanje cene ne bi prišlo v poštev, hkrati pa bi odprti postopek prodaje privabil nove ponudnike. Tudi v NLB je prisotna vrhunska stroka, zato sklicevanje na neznanje ni mogoče. Zato so slovenski javnosti dolžni predložiti jasne odgovore, njihovo vedenje pred prevzemom in po njem (zadovoljstvo nad porazno transakcijo) pa bi moralo zanimati NPU.

Šele četrta po odgovornosti je slovenska vlada, ki bi morala poznati zakonodajo in jo dosledno izvajati. Vlada pa se ne bo mogla izogniti odgovornosti, ki jo bo ključna prodaja večinskega paketa delnic prinesla drugim delničarjem in slovenskemu gospodarstvu. Od predvidenih 550 milijonov evrov, ki naj bi jih na račun Mercatorja Agrokor dal na mizo, je bilo doslej izplačanih le 172 milijonov. In lahko se zgodi, da je to vse, kar bomo videli. Obstajajo namreč trije scenariji, kako se lahko izteče prodaja Mercatorja prezadolženemu Agrokorju.

Trije scenariji

Po prvem scenariju bi Agrokor dal prevzemno ponudbo preostalim 47 odstotkom delničarjem skladno z zakonom o prevzemih. Če bi bil Agrokor resen glede prevzema, bi ta že morala biti na mizi. Za zdaj je Agrokor objavil namero za prevzem. Če bi prišlo do ponudbe, bo verjetno vključevala zelo nizek prevzemni prag, kar bo omogočalo velikim delničarjem, kot je Unicredit, in tistim, ki so zbrani okrog borznoposredniških hiš, da se na ponudbo ne odzovejo. Agrokor bi odkupil le delnice tistih **malih delničarjev**, ki želijo prodati po sedanji ceni 86 evrov, velik blok delnic pa bo verjetno ostal v rokah organiziranih delničarjev. S tem bo Agrokor zmanjšal svoje finančno breme, organizirani delničarji pa bodo počakali eno leto, po katerem lahko svoje delnice prodajo za bistveno višjo ceno.

Drugi scenarij predvideva dokapitalizacijo. Agrokor se lahko odloči, da pred prevzemom izvede obljubljeno dokapitalizacijo, ki so jo slovenski pogajalci določili na višino, ki bi Agrokorju dala v roke popolno moč. Večino za dokapitalizacijo na skupščini delničarjev si bo zagotovil z banko Unicredit in naklonjenimi borznoposredniškimi hišami. Vsak delničar bo lahko prispeval delež kapitala, če

pa tega ne bo zmož, bo Agrokor z vplačilom dogovorjenih 225 milijonov evrov presešel 75-odstotni lastniški delež, ne da bi plačal en sam cent manjšinskim delničarjem. Z dosego 75-odstotnega lastniškega deleža Agrokor ni več zavezan k prevzemu, dobi pa popolno oblast v podjetju, vključno z odločitvami glede nadaljnje prodaje delov ali celotnega podjetja. V tem primeru bi sedanjih 47 odstotkov delničarjev ostalo brez vsega, saj bo Agrokor lahko odprodajal sredstva podjetja lastnim ali drugim družbam, na Mercatorju pa bo ohranil dolgove, ne da bi delničarji lahko to preprečili. Teh 225 milijonov bi Agrokor zlahka dobil od katerega od številnih igralcev, ki bi direktno ali indirektno vložil denar v zameno za lastniški delež.

Tretji scenarij je najslabši. Agrokor enostavno ne bo podal prevzemne ponudbe, na kar namiguje tudi padec cene delnic na ljubljanski borzi tik po prevzemu. ATVP bo nekaj časa gledala stran, nato skozi prste, preden bo vendarle morala odvzeti glasovalne pravice. Posledica bo za Agrokor neboleča: v Mercatorju bo imel 33,2 odstotka glasovalnih pravic, ob upoštevanju 8-odstotnega deleža banke Unicredit in delnic, ki jih kontrolirajo borznoposredniške hiše, pa bo na skupščini zlahka dosegal večino, s katero bo usmerjal finančne tokove podjetja in njegovo strategijo. V tem scenariju bo že plačana kupnina 172 milijonov vse, kar bo Agrokor prinesel v Slovenijo. Manjšinski delničarji pa bodo ostali zaklenjeni v lastniško strukturo vse dotlej, dokler bodisi Agrokor ne proda Mercatorja pravim lastnikom bodisi ATVP ne dokaže usklajenega delovanja.

Gabon razlasti izraelskega investitorja

Z veseljem pa se bodo oglasili investitorji, kot je izraelski Benny Steinmetz, ki je leta 2008 od vlade v Gabonu kupil rudarske pravice za 160 milijonov ameriških dolarjev in kmalu zatem prodal 51 odstotkov brazilskemu rudarskemu gigantu Vale za 2,5 milijarde dolarjev. V Londonu tega niso pospremili z navdušenjem nad tržno ekonomijo, temveč z besedami: »Ali so Gvinejčani, ki so izpeljali ta posel, idioti, kriminalci ali oboje.« (cit. *Economist*)

Gvinejčani so si ob menjavi oblasti povrnilo ugled. Letos so razlastili Steinmetza in rudarsko družbo ter začinjajo s transparentnim postopkom prodaje. Kdo ve, ali bi tak podvig lahko uspel tudi Slovincem? ☺

Izr. prof. dr. Andrej Rus je predavatelj na FDV za predmete krizni in splošni menedžment ter upravljanje gospodarskih družb.