

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**PRIVATIZACIJA BANK IN JAVNA PRODAJA NOVE
KREDITNE BANKE MARIBOR, d. d.**

Ljubljana, avgust 2009

NASTJA MODIC

IZJAVA

Študentka Nastja Modic izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. Draška Veselinoviča , in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 POSTOPEK JAVNE PRODAJE	2
1.1 PRVA JAVNA PRODAJA V SLOVENIJI	3
1.2 NEKATERE DRUGE ZNAČILNOSTI PRVE JAVNE PRODAJE	3
1.3 PODCENJEVANJE PRI PRVI JAVNI PRODAJI	4
1.3.1 Podcenjevanje pri zasebnih podjetjih	4
1.3.2 Podcenjevanje pri podjetjih v državni lasti	6
1.4 VREDNOST DELNIC NA DOLGI ROK	7
2 PRIVATIZACIJA BANK	7
2.1 MOŽNI NAČINI PRIVATIZIRANJA BANK	8
2.2 REZULTATI PRIVATIZACIJE BANK	9
2.3 PRIVATIZACIJA NOVE KBM	11
3 OSNOVNE INFORMACIJE O PRODAJI NOVE KBM	11
3.1 OSNOVNI PODATKI O DELNICAH, DOSEGLJIVI PRED JAVNO PRODAJO	12
3.1.1 Opcija za presežno dodelitev	12
3.1.2 Spodbuda malim vlagateljem za dolgoročno imetništvo	13
3.1.3 Mali vlagatelji	13
3.1.4 Dobro poučeni vlagatelji	14
3.2 PRODAJA, DEJANSKA RAZVRSTITEV DELNIC MED MALE IN VELIKE VLAGATELJE TER IZOBLIKOVANJE KONČNE CENE	14
4 DOLOČANJE VREDNOSTI IN CENE DELNICE	16
4.1 METODE DOLOČANJA VREDNOSTI	16
4.1.1 Na donosu zasnovan način vrednotenja	16
4.1.1.1 Metoda diskontiranega denarnega toka	16
4.1.1.2 Metoda kapitalizacije (uglavničenja)	17
4.1.2 Način tržnih primerjav	18
4.1.2.1 Metoda primerljivih na borzi uvrščenih podjetij	18
4.1.2.2 Metoda primerljivih kupoprodaj podjetij	18
4.1.3 Na sredstvih zasnovan način vrednotenja	19
4.1.3.1 Metoda čistih vrednosti sredstev	19
4.1.3.2 Metoda presežnih donosov	19
4.2 OCENA VREDNOSTI DELNICE IN DOLOČANJE CENE DELNICE NOVE KBM	19
4.2.1 Ocena cene delnice s strani globalnega koordinatorskega	19
4.2.2 Ocena cene delnice s strani soorganizatorja prodaje	21
4.2.3 Določitev končne cene	22
4.3 CENA DELNICE NOVE KBM – KOMENTAR	23
SKLEP	24
LITERATURA IN VIRI	26
PRILOGE	1

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Zagotovljeno število delnic glede na število prejetih naročil malih vlagateljev</i>	14
<i>Tabela 2: Načrtovana in dejanska razdelitev delnic Nove KBM</i>	15
<i>Tabela 3: Razpon vrednotenja različnih metod za 100 % (v mio EUR)</i>	20

UVOD

Trg vrednostnih papirjev se v Sloveniji vedno bolj razvija, segment primarnih izdaj pa za tem trendom zaostaja. Na podlagi podatkov Agencije za trg vrednostnih papirjev je bilo na primarnem trgu med letoma 1994 in 2007 izvedenih 16 primarnih izdaj delnic v kategoriji bančnih vrednostnih papirjev ter 20 primarnih izdaj delnic v kategoriji vrednostnih papirjev drugih izdajateljev (Poročilo o stanju na trgu finančnih instrumentov v letu 2007, 2008, str. 3–4).

Privatizacija Nove Kreditne banke Maribor, d. d. (v nadaljevanju Nova KBM) novembra 2007 je bila največkrat omenjena prva javna prodaja v zadnjem času. Uspela je usmeriti pozornost na primarne emisije vrednostnih papirjev, tako z vidika privabljanja novih izdajateljev kot tudi možnih kupcev. Od prvega do zadnjega dne vpisovanja delnic se je na vpisnih mestih trlo kupcev. Ob tem se je pokazalo, da je trg pripravljen kupovati delnice, ponujene z javno prodajo.

Namen diplomske naloge je spoznati proces prve javne prodaje delnic, še posebej metode določanja cene delnice. Z dobrim poznavanjem zakonodaje na tem področju ter s čim več uspešnimi primeri s področja prvih javnih prodaj bi lahko obudili ta segment trga vrednostnih papirjev. Borzo bi tako oplemenitili z novimi vrednostnimi papirji, novimi izdajatelji in novimi vlagatelji. Poznavanje področja prvih javnih prodaj je zato za Slovenijo pomembno, saj lahko pomeni velik vir financiranja podjetij, če le vedo kako do tega denarja priti.

Cilj diplomske naloge je ugotoviti način javne prodaje Nove KBM in oceniti, kako je bila postavljena cena delnice. Privatizacija Nove KBM je bila zagotovo ena izmed najbolj odmevnih javnih prodaj in je bila zato deležna tako kritike kot hvale. Po preučitvi zakonov in izkušenj iz tujine ter po pregledu metod za določanje cene delnice bom lažje podala mnenje o izvedbi javne prodaje Nove KBM.

Diplomska naloga je razdeljena na štiri poglavja. V prvem delu naloge se bom osredotočila na postopek javne prodaje vrednostnih papirjev. Oprla se bom na slovensko zakonodajo – bolj natančno na Zakon o trgu finančnih instrumentov (v nadaljevanju ZTFI) – ter na vire, ki govorijo o prvih javnih prodajah po vsem svetu. V tem poglavju želim podati teoretični okvir javnih prodaj, s čimer bom kasneje lažje interpretirala dogodke, povezane z Novo KBM.

V drugem poglavju bom predstavila privatizacijo, ki je bila temeljna ideja za javno prodajo Nove KBM. Poleg načinov privatiziranja se bom v tem poglavju posebej osredotočila na privatizacijo bank. Ker v Sloveniji primera popolne privatizacije banke še nismo imeli, si bom na tem mestu pomagala predvsem s tujo literaturo in s primeri iz tujine.

V tretjem poglavju bom predstavila temeljne podatke o Novi KBM. V tem poglavju se bom osredotočila na osnovne podatke o delnicah. Opisala bom postopek vpisovanja ter razporejanja delnic med male in institucionalne vlagatelje, kot je bil predstavljen v prospektu pred javno prodajo delnic. Predstavila pa bom tudi končno razdelitev delničarjev med male in institucionalne vlagatelje.

V zadnjem delu se bom osredotočila na določanje cene delnice v postopku javne prodaje. Naredila bom pregled metod, s katerimi podjetja določajo ceno svojih delnic pred uvrstitvijo na borzo. Poglavje bo obsegalo kratek opis vsake metode, njene prednosti in slabosti ter način izračuna cene delnice s pomočjo posamezne metode. V tem poglavju bom predstavila tudi poročili obeh organizatorjev javne prodaje Nove KBM ter njuno utemeljitev postavitve cene delnice. Nato bom komentirala ceno, določeno v javni prodaji glede na gibanje cene delnice od prodaje do danes in glede na prodajo delnic Nove Ljubljanske banke (v nadaljevanju NLB), ki se je zgodila v istem letu.

1 POSTOPEK JAVNE PRODAJE

Postopek javne prodaje v Sloveniji opredeljuje Zakon o trgu finančnih instrumentov. Na tem mestu moram opozoriti, da ZTFI loči med prvo javno prodajo in nadaljnjo javno prodajo. Po definiciji sodi primer prodaje Nove KBM med nadaljnje prodaje. Ker pa je šlo v primeru Nove KBM za začetek trgovanja z delnicami na odprtem trgu, se glavnina literature, ki je uporabljena v diplomski nalogi, sklicuje na prvo javno prodajo, kar pa ne pomeni, da ne pojasnjuje primera Nove KBM.

Poznamo več teorij, zakaj se podjetja odločajo za prvo javno prodajo. Prvi sklop teorij so **teorije življenjskega cikla podjetja** (*t. i. life cycle theories*). Na podlagi teh teorij naj bi bilo podjetje v začetku zasebno, ko pa dovolj zraste, je optimalno da se ga proda prek prve javne prodaje. Nekatere od teh teorij pravijo, da se podjetja odločijo za javno trgovanje, ker to prevzemnikom olajša prevzem njihovega podjetja. Prevzemna podjetja naj bi namreč lažje opazila tarče, če se z njihovimi delnicami javno trguje. Druge teorije pa pravijo, da se z javno prodajo iz podjetja lahko umaknejo skladi tveganega kapitala in ne podjetniki (Ritter & Welch, 2002, str. 1798).

Drugi sklop teorij o prvi javni prodaji predstavljajo **teorije izbire pravega trenutka za prodajo** (*t. i. market-timing theories*). Te teorije razlagajo odločitev podjetja za prvo javno prodajo na podlagi asimetrije informacij. Podjetja naj bi se tako odločila za javno prodajo na podlagi trenutnega stanja na borzi. V času medvedjega trenda so podjetja podcenjena, v času bikovskega pa precenjena. Podjetja naj bi čakala na trenutek, ko so precenjena, torej na bikovski trend. Nekatere od teh teorij pa trdijo, da se podjetja odločijo za prvo javno prodajo v obdobju, ko se za izdajo odloči tudi veliko drugih kakovostnih podjetij (Ritter & Welch, 2002, str. 1799).

Podjetja se torej odločajo za prvo javno prodajo na podlagi ugodnih razmer na trgu, vendar je pomembna tudi stopnja razvoja podjetja (Ritter & Welch, 2002, str. 1802).

1.1 PRVA JAVNA PRODAJA V SLOVENIJI

V tem razdelku je na kratko predstavljenih nekaj pomembnejših pojmov in postopkov v zvezi z javno prodajo v Sloveniji, kot jih opredeljuje ZTFI. Vsi opisani pojmi so ključni za nadaljnje obravnavanje teme. Predvsem pa zagotavljajo ustrezne prevode terminov, ki se pojavljajo v povezavi z javnimi prodajami.

Prva prodaja vrednostnih papirjev je prodaja na podlagi izdajateljeve ponudbe ob izdaji, vse druge izdaje pa so nadaljnje. Med nadaljnje prodaje šteje tudi prodaja, ki jo opravi finančni posrednik, ki je ob prvi prodaji od izdajatelja odkupil vrednostne papirje. Javna prodaja Nove KBM spada v kategorijo nadaljnjih prodaj (Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 1999).

Finančni posrednik (*t. i. underwriter*) je investicijsko podjetje, ki za izdajatelja ali drugega ponudnika opravlja investicijske storitve v zvezi s prodajo vrednostnih papirjev (Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 1999). V slovenski terminologiji ta prevod še ni ustaljen, največkrat se namreč uporablja kar angleški izraz underwriter.

Za javno ponudbo vrednostnih papirjev je treba objaviti **prospekt**, ki ga je poprej potrdila Agencija za trg vrednostnih papirjev. Prospekt mora vsebovati vse informacije, ki jih vlagatelj potrebuje za oceno premoženja in obveznosti, finančnega položaja, poslovnih izidov in razvojnih možnosti podjetja, in mora biti javno objavljen. Prav tako morajo biti v prospektu jasno navedene pravice, ki izhajajo iz vrednostnih papirjev. Zakon nadalje določa, da mora prospekt vsebovati informacije glede izdajatelja in ponujenih vrednostnih papirjev ter povzetek prospekta. Povzetek prospekta, ki predstavlja uvod v prospekt, mora jedrnato opisati glavne značilnosti in tveganja, ki se nanašajo na izdajatelja in vrednostne papirje, ter mora biti napisan v razumljivem jeziku in na poljuden način. V prospektu morajo biti navedeni podatki vseh oseb, ki so bile odgovorne za pripravo prospekta. To so izdajatelj ter člani njegovih organov vodenja in nadzora ter ponudnik vrednostnih papirjev, če ta ni isti kot izdajatelj (Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 1999).

1.2 NEKATERE DRUGE ZNAČILNOSTI PRVE JAVNE PRODAJE

Razpon cene (*t. i. indicative price range*) je pred javno prodajo vedno objavljen. Pri evropskih javnih prodajah se ta razlikuje od končne cene v le eni desetini primerov, pogosto pa je končna cena postavljena na njegovi zgornji meji. V Ameriki pa je kar polovica vseh javnih prodaj opravljenih zunaj določenega razpona cene. Do tega pride, ker evropski izdajatelji lahko komunicirajo z investitorji že pred postavitvijo cene, medtem ko se v Ameriki to lahko dogaja le v obdobju priprave liste dobro poučenih vlagateljev (*t. i. bookbuilding*) med samim postopkom vpisovanja delnic. Evropski izdajatelji se tako pred

investitorji zavežejo, da ne bodo spreminjali razpona cene, zato da jim investorji razkrijejo svoje informacije (Jenkinson, Morrison & Wilhelm, 2006, str. 206-208).

Podjetje, ki izdaja delnice s pomočjo prve javne prodaje, bo najverjetneje zaupalo izdajo delnic finančnemu posredniku. Finančni posrednik ima na trgu več izkušenj in zato lažje določi tržno vrednost podjetja. Pogosto se zgodi, da finančni posredniki podcenijo vrednost delnice in se s tem izognejo možnosti neuspešne prodaje. Z nižjo ceno na trg privabijo tudi bolj obveščene investitorje, ki se udeležujejo le javnih prodaj, od katerih v prihodnosti pričakujejo dobiček. Čim večja kot je negotovost glede prihodnjega gibanja cene delnice, tem bolj bo ta v javni prodaji podcenjena (Ariff, Prasad & Vozikis, 2007, str. 296).

1.3 PODCENJEVANJE PRI PRVI JAVNI PRODAJI

Eden od fenomenov javnih prodaj je zagotovo podcenjevanje izdaje (*t. i. underpricing*). Podcenjevanje se razlikuje od panoge do panoge. Razlike pa se seveda pojavljajo tudi med državnimi in zasebnimi podjetji. Raziskave namreč kažejo, da podcenjevanje pri zasebnih podjetjih izvira iz drugačnih razlogov kot pri državnih.

Na podlagi dostopnih podatkov naj bi približno 70 % podjetij prvi dan trgovanja na borzi zaključilo pri višji ceni od ponudbene. Nadaljnjih 16 % podjetij pa naj bi prvi dan trgovanja zaključilo pri ceni, enaki ponudbeni (Ritter & Welch, 2002, str. 1802). Povprečni donos po prvem dnevu trgovanja na borzi je bil v Ameriki v obdobju 1991–1998 16,02 %, medtem ko je bila mediana 8,33 % (Kennedy, Sivakumar & Vetzal, 2006, str. 60–62).

1.3.1 Podcenjevanje pri zasebnih podjetjih

Mnogo avtorjev se je ukvarjalo s problemom podcenjevanja prve javne prodaje v podjetju. Nastalo je več teorij, od katerih vsaka na svoj način razlaga ta pojav. Razvile pa so se tudi različne delitve na skupine teorij. Ritter in Welch (2002, str. 1802–1808) sta teorije razdelila na teorije asimetričnih informacij in teorije simetričnih informacij. V tem poglavju povzemam razdelitev, ki so jo objavili Kennedy et al. (2006, str. 51–58), v kateri obravnavajo le teorije asimetričnih informacij. Menim, da te teorije bolje razlagajo podcenjenost delnic v prvi javni prodaji, saj na splošno za gospodarstvo težko trdimo, da simetrija informacij sploh obstaja.

Prvo skupino modelov predstavljajo **modeli signaliziranja** (*t. i. signaling models*). Ti pravijo, da ima izdajatelj notranje informacije o sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov, ki so investitorjem nedosegljive. Po teh modelih naj bi bila visoko kakovostna podjetja pripravljena plačati signal, ki bi jih ločil od manj kakovostnih podjetij. Ta signal je podcenjenost prve izdaje delnic, lahko pa poleg tega tudi odstotek zadržanih delnic lastnikov podjetja. Strošek signala naj bi se povrnil v nadaljnji prodaji in tako bi podjetje in njegovi lastniki maksimirali pričakovane vrednosti prihodkov nadaljnje prodaje. V podjetju podcenijo izdajo le, če pričakujejo, da bodo lahko nadaljnjo izdajo prodali po višji ceni (Kennedy et al., 2006, str. 52–53).

Naslednji je **model proizvodnje informacij** (*t. i. information production model*), ki pravi, da model signaliziranja ni učinkovit. V tem modelu menedžerji želijo zmanjšati asimetrijo informacij s tem, da prepričajo informirane investitorje, da proizvajajo informacije. Podjetje nato nagradi investitorje za drago proizvajanje informacij s podcenjenostjo prve javne prodaje. Podcenjevanje je po tem modelu večje pri podjetjih s projekti, ki jih je težje in dražje oceniti. Podjetje pa bo prvo javno prodajo podcenilo le, če pričakuje, da bo nadaljnja prodaja opravljena po višji ceni (Kennedy et al., 2006, str. 53).

V **modelu tržne povratne informacije** (*t. i. market feedback model*) so investitorji o vrednosti podjetja bolje obveščeni od menedžerjev. Prava vrednost podjetja je tako razkrita šele po izvedeni prvi javni prodaji. Na podlagi cene, ki se oblikuje po izvedeni javni prodaji podjetja, popravijo pričakovanja glede donosnosti svojih projektov ter izvedejo nadaljnjo prodajo, da dobijo dodatna sredstva za financiranje (Kennedy et al., 2006, str. 54).

Četrti model je **model podjetniških izgub** (*t. i. entrepreneurial losses model*), po katerem so nekateri investitorji bolje obveščeni od drugih. V tem modelu lastniki izvajajo promocije izdaje, da bi zmanjšali asimetrijo informacij in s tem zmanjšali izgubo premoženja, ki jo povzroči podcenjenost. Čim več delnic nameravajo lastniki s prvo javno prodajo prodati, tem bolj se trudijo znižati njihovo podcenjenost. Stroški promocije za podjetje so povezani z izbiro uglednega finančnega posrednika ali ocenjevalca vrednosti. Podcenjenost izdaje se tako zmanjšuje s povečanjem stroškov promocije (z izbiro boljšega finančnega posrednika) in se povečuje z večjim deležem zadržanih delnic in negotovostjo (Kennedy et al., 2006, str. 54).

Model funkcije spreminjajočih se izdajateljevih ciljev (*t. i. changing issuer objective function model*) je osnovan na problemu agenta med top menedžmentom kot odločitvenim organom in partnerji iz skladov tveganega kapitala ter drugimi delničarji, ki so bili lastniki pred javno prodajo. Menedžerji najamejo cenjenega finančnega posrednika, četudi ima sloves podcenjevanja delnic. V tem modelu naj bi finančni posredniki podkupili top menedžment z alokacijo vročih delnic prodanih na podlagi prve javne prodaje, na njihove račune in tako vplivali na njihovo odločitev o izbiri finančnega posrednika (Kennedy et al., 2006, str. 55).

Zadnji model je **model informacijskega zagona** (*t. i. information momentum model*), pri katerem naj bi menedžerji strateško podcenili prvo javno prodajo z namenom ustvariti informacijski zagon po njej. To naj bi naredili s povečanjem raziskovalnega poročanja in s tem obrnili krivuljo povpraševanja po delnicah navzgor. Informacijski zagon naj bi nato povzročil višje cene ob zaključku dogovora o blokadi, kar bi povzročilo prodajo delnic insajderjev. Podcenjevanje delnic naj bi bilo tako pozitivno povezano z zadržanjem delnic insajderjev ob prvi javni prodaji (Kennedy et al., 2006, str. 55–56).

Kennedy et al. (2006, str. 49–51) so raziskovali podcenjevanje delnic v dvostopenjskem scenariju prodaje. To pomeni, da so v vzorec vzeli podjetja, ki so po prvi javni prodaji izvedla še nadaljnje prodaje delnic. Njihov vzorec je bil sestavljen iz 514 ameriških podjetij, ki so

najprej izvedla prvo javno prodajo in nato v obdobju treh let še nadaljnjo javno prodajo. Izbrali so obdobje med letoma 1991 in 1998, ker je bilo takrat podcenjevanje delnic visoko. Želeli so preveriti, kateri od modelov najbolje pojasnjuje podcenjevanje in zakaj.

Rezultati raziskave kažejo, da model podjetniških izgub najbolje razlaga podcenjevanje, saj so uspeli potrditi vse hipoteze, ki so predstavljene v njem. Rezultati močno podpirajo tudi model informacijskega zagona. Za model proizvodnje informacij rezultati niso potrdili vseh hipotez, torej ta model podcenjevanja ne razlaga tako dobro kot ostali. Prav tako niso bile potrjene vse hipoteze pri modelu tržne povratne informacije in pri modelu funkcije spreminjajočih se izdajateljelih ciljev. Vsekakor pa je model signaliziranja najmanj prepričljiv, saj je raziskovalcem uspelo zavrniti kar tri hipoteze, ki izvirajo iz njega. Raziskovalci so prav tako ugotovili, da podjetja pri prvi nadaljnji javni prodaji ne nadomestijo stroškov podcenjevanja prve prodaje (Kennedy et al., 2006, str. 73–76).

1.3.2 Podcenjevanje pri podjetjih v državni lasti

Ariff et al. (2007, str. 293) so dokazali, da so javne prodaje državnih podjetij podcenjene bolj kot javne prodaje privatnih podjetij. V raziskavi so zajeli državna podjetja, prodana v procesu privatizacije. V vzorec so bila vključena podjetja iz Velike Britanije, Singapurja in Malezije.

Cena je pri javni prodaji državnega podjetja določena ob upoštevanju več dejavnikov. Za vlado je zelo pomembno, da je prodaja uspešna, zato je težnja k podcenjevanju delnice za vladajočo stranko običajen pojav. Vlada želi s prodajo svojega premoženja povečati participacijo prebivalstva v lastništvu podjetij. Med cilje vlade pri prodaji premoženja spadajo tudi uresničevanje družbene blaginje ter razlogi, povezani s socialno politiko (Ariff et al., 2007, str. 296).

Ariff et al. (2007, str. 297–298) so podali še alternativno razlago podcenjenosti delnic državnih podjetij. Po njihovem mnenju diskont pri državnih delnicah presega tistega pri privatnih podjetjih zaradi špekulativnega povpraševanja in intenzivnega marketinga, ki ga država izvaja v času pred prodajo. Država in organizator javne prodaje veliko sredstev namenita poučevanju javnosti o ponujenih vrednostnih papirjev, medtem ko podjetja v privatni lasti tega ne počno.

Pri prodaji državnih podjetij na podlagi prve javne prodaje se pojavi dodatna premija, kar povzroči, da je podcenjenost vrednostnih papirjev državnih podjetij večja od privatnih. Ekonomisti pa si še niso na jasnem, zakaj do te premije pride. Na tem področju bodo zagotovo potrebne dodatne raziskave, ki bodo odkrile razloge, ki najbolj vplivajo na podcenjevanje delnic.

1.4 VREDNOST DELNIC NA DOLGI ROK

Pri vlaganju na borzo se pri investitorjih vedno pojavi vprašanje vrednosti na dolgi rok. To vprašanje je še posebej zanimivo pri prvih javnih prodajah, saj vrednostni papirji s tako prodajo prvič pridejo na trg in zato investitorji nimajo informacij o predhodnih vrednostih vrednostnega papirja. Na to temo je bilo izvedenih več raziskav, pri katerih so se pokazale razlike med dolgoročno vrednostjo papirjev privatnih in državnih podjetij.

Choi, Lee in Megginson (2007, str. 1) so objavili raziskavo, v katero so vključili 241 privatizacij državnih podjetij s prvo javno prodajo iz 42 različnih držav v obdobju 1981–2003. V raziskavi so primerjali dobičke po enem, treh in petih letih držanja vrednostnega papirja s kazalniki na domačem trgu in z benchmark analizo podjetij iz večjih držav.

V raziskavi so ugotovili, da so donosi v prvem letu po zaključku privatizacije z javno prodajo, ne glede na uporabljeno metodologijo, višji od povprečnih na trgu. Za daljša obdobja z različnimi metodologijami niso mogli dokazati, da so donosi višji od povprečja. Določene metode dokazujejo višje donose tudi za triletno obdobje. Največji problem, na katerega so naleteli v raziskavi, je uporaba različnih statističnih metod, saj pokažejo drugačne izsledke. Ker pa je o tej temi le malo raziskav, si stroka še ni na jasnem katera statistična metoda je najboljša za dokazovanje donosov pri vrednostnih papirjih, prodanih na podlagi prve javne prodaje. Niso pa našli nobenega dokaza, da bi vrednostni papirji, prodani z javno prodajo v okviru privatizacije izkazovali nižje donose od vrednostnih papirjev drugih podjetij. S tem so dokazali, da privatizacija državnih podjetij z javno prodajo ne izkoristi preoptimističnosti investitorjev, kot to počnejo pri javnih prodajah zasebnih podjetij. To je najverjetneje posledica začetka javne prodaje, ki ga določa vladna politika in ne vodstvo podjetja. Torej začetek prodaje ni odvisen le od razmer na trgu in ne sledi le maksimizaciji dobička, ampak za njim stoji politična odločitev za izboljšavo ekonomskih razmer (Choi, Lee & Megginson, 2007, str. 10–12).

2 PRIVATIZACIJA BANK

V zadnjih dveh desetletjih se je število privatizacij bank povečalo. Pred tem si nihče ni mogel predstavljati bančnega sistema brez velikih državnih bank. V državah, ki so izkusile socializem, je ta tradicija še posebno opazna. Tak bančni sistem je bil v socializmu eden pomembnejših podpornih sistemov centralnoplanskemu organu (Megginson, 2005, str. 1931–1933).

Ekonomska učinkovitost državnega lastništva v bankah je temeljila na podmeni o dobrodelnem delovanju vlade. Državno lastništvo naj bi zagotavljalo ravnovesje med socialnimi in ekonomskimi cilji v podjetju, s čimer naj bi podjetja odvrnili od misli na maksimizacijo dobička. Taka oblika lastništva naj bi odpravljala nekatere tržne nepopolnosti,

predvsem naravne monopole in eksternalije. Odpravljala naj bi tudi asimetrijo informacij med javnostjo kot principalom in proizvajalcem kot agentom, kjer popolne pogodbe ne morejo biti napisane in vsiljene (Megginson, 2005, str. 1931–1933).

Kljub razlogom za državno lastništvo pa so ekonomisti razvili tudi nekaj razlogov proti njemu. Menedžerji državnih bank imajo slabše spodbude (v obliki plač in dodatkov) kot menedžerji privatnih bank in se zato manj zavzeto trudijo povečati dobičke in zmanjšati stroške banke. Državne banke lastniki manj nadzirajo. Politiki, kljub slabim rezultatom, državne banke ne bodo poslali v stečaj, ker bi s tem ogrozili tudi druga državna podjetja. Zadnji razlog pa je, da so državne banke neučinkovite, ker so bile ustanovljene zato, da jih lahko politiki izrabljajo za nagrajevanje svojih podpornikov na račun drugih družbenih skupin. Politika tako uporablja banke za sledenje neekonomskim ciljem, kot so vzdrževanje zaželenih stopnje zaposlenosti (četudi je ta za gospodarstvo prevelika), financiranje grajenja tovarn na politično zaželenih lokacijah in postavljanje cen outputov pod tržnimi cenami (Megginson, 2005, str. 1936).

Več raziskav različnih avtorjev in analiz iz različnih držav je potrdilo, da so zasebne banke bolj učinkovite od državnih. Državne banke naj bi bile manj dobičkonosne zaradi nižjih kapitalizacijskih razmerij, večjega kreditnega tveganja, nižje likvidnosti in manjše učinkovitosti menedžmenta. V tranzicijskih državah (v vzorec so bile zajete Bolgarija, Hrvaška, Češka, Madžarska, Poljska in Romunija) je bilo ugotovljeno, da je dobičkonosnost popolnoma zasebnih bank višja od le delno privatiziranih, največja pa je pri bankah, ki so popolnoma v tuji lasti (Megginson, 2005, str. 1937–1941).

2.1 MOŽNI NAČINI PRIVATIZIRANJA BANK

Pri privatizaciji bank lahko država izbira med tremi načini privatizacije. Prvi način je privatizacija s prodajo premoženja (*t. i. asset privatization*), drugi je privatizacija z izdajo delnic (*t. i. share-issue privatization*) in zadnja je privatizacija bank z izdajo certifikatov (*t. i. voucher privatization* ali *mass privatization*), ki je značilna za tranzicijske ekonomije (Megginson, 2005, str. 1946).

Pri **privatizaciji s prodajo premoženja** vlada proda banko že obstoječemu privatnemu podjetju ali majhni skupini investorjev. Na podlagi tega načina privatizacije se lahko proda celotno banko ali pa le določen delež. Po navadi se organizira dražba, na kateri se banka proda. Lahko pa se vlada odloči in banko neposredno proda privatnim investorjem. Tak način privatizacije je bil uporabljen pri privatizaciji bank v Mehiki v zgodnjih devetdesetih letih prejšnjega stoletja (Megginson, 2005, str. 1947).

Naslednji tip prodaje je **privatizacija na podlagi javne prodaje delnic na borzi**. Pri tem načinu vlada proda banko malim in institucionalnim vlagateljem prek javne prodaje. Največje in ekonomsko najpomembnejše privatizacije v svetovnem merilu so bile izvedene na podlagi

te metode. Na podlagi izvedenih raziskav različnih avtorjev pa lahko sklepamo, da ta metoda očitno ni uspešna zunaj držav članic Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (v nadaljevanju OECD) (Megginson, 2005, str. 1947 in 1961)

Privatizacija s certifikati je znana iz držav, ki so izkusile socializem. Ta metoda je podobna prejšnji, le da banka s to metodo dobi bistveno več lastnikov. Vsem državljanom ali skoraj vsem so razdeljeni ali po zelo nizki ceni prodani certifikati, ki jih je možno zamenjati za lastništvo v privatiziranih podjetjih. Tako je premoženje razdeljeno med prebivalce. Največ takih privatizacij je bilo v Rusiji, na Poljskem in na Češkem (Megginson, 2005, str. 1947). Tudi v Sloveniji je privatizacija potekala s certifikati, vendar takrat med privatiziranimi podjetji ni bilo nobene banke.

2.2 REZULTATI PRIVATIZACIJE BANK

Clarke, Cull in Shirley (2005, str. 1906) menijo, da privatizacija državnih bank lahko izboljša učinkovitost banke in hkrati izboljša celotni finančni sistem. Po njihovih raziskavah privatizacija bank izboljša dobičkonosnost, kakovost portfelja in poslovno uspešnost banke (Clarke et al., 2005, str. 1919).

Politično vmešavanje, problemi pri vodenju podjetja in problemi, povezani s konkurenco, so trije glavni razlogi, da državna podjetja pogosto delujejo slabše kot zasebna in celo slabše kot privatizirana podjetja. Politični posegi pomenijo vpliv politikov na poslovanje državnih podjetij. Pri tem pa se nemalokrat zgodi, da sledijo lastnim ali političnim ciljem in ne ciljem podjetja. Vodenje podjetja je pri državnih podjetjih slabše kot pri privatnih zaradi problema, ki nastane med agentom in principalom. Državna podjetja imajo namreč mnogo principalov, noben od njih pa nima dolžnosti nadzora. Pogosto so direktorji državnih podjetij politično nastavljeni in niso izbrani na podlagi svojih sposobnosti, njihova plača pa ni vezana na dobiček. Zato so direktorji državnih podjetij manj motivirani za izpolnjevanje ciljev podjetja, kot so menedžerji privatnih podjetij. Problem v zvezi s konkurenco pa je predvsem pomanjkanje pravih konkurentov. Državna podjetja so po navadi manj dobičkonosna od zasebnih in velikokrat odvisna od vladne denarne pomoči. Taka podjetja zato lažje preživijo na trgu, saj dobivajo državne subvencije, kar pripomore k temu, da lahko svoje izdelke prodajajo po nižjih cenah. Poleg tega pa lahko država ustvari monopole, ki ravno tako ovirajo zasebna podjetja (Clarke et al., 2005, str. 1907–1908).

Clarke et al. (2005, str. 1911–1916) so za namene raziskave opredelili tri tipe privatizacije bank. V prvem primeru je banka popolnoma privatizirana in država v njej ne zadrži nobenega deleža, v drugem primeru država v banki zadrži manjšinski delež, v tretjem primeru pa večinski delež. Na podlagi več primerov in raziskav so ugotovili, da se delovanje banke najbolj izboljša v primeru, ko država v njej ne zadrži nobenega lastniškega deleža. Manjše izboljšanje je vidno pri bankah, v katerih država zadrži manjšinski delež. V primeru, ko država zadrži večinski delež, pa ni vidnejšega napredka v poslovanju bank. Vendar pa ne

glede na tip privatizacije državne banke po navadi ne delujejo bolje kot novoustanovljene zasebne banke. Avtorji so ugotovili tudi, da se poslovanje banke izboljša, če se ta proda strateškemu investitorju. Če je banka privatizirana na podlagi javne prodaje, se njeno poslovanje načeloma ne izboljša.

Podatki kažejo, da banke, ki so prodane tujim investitorjem, delujejo bolje kot tiste, ki so prodane le investitorjem znotraj države. To je lahko posledica izkušenj in tehnološkega znanja, ki ga imajo tujci. Možno pa je tudi, da so se države, ki dovoljujejo udeležbo tujcev v lastništvu bank, pripravljene odpovedati nadzoru nad privatiziranimi bankami in je to odločilni razlog, ki loči uspešno prodajo od neuspešne v smislu povečanja dobičkonosnosti (Clarke et al., 2005, str. 1917).

Boehmer, Nash in Netter (2005, str. 1981) so v svoji raziskavi zajeli 101 državo in opazovali javne prodaje bank v letih 1982–2000. Države so razdelili v dve skupini, in sicer v skupino držav članic OECD in skupino držav, ki niso članice OECD.

Raziskave v **razvitih državah** (razvite države tu predstavljajo države, ki so bile članice OECD leta 1990) kažejo, da privatizacija bank vodi v precejšnje izboljšanje poslovanja. Vseeno pa je to nižje in manj prodorno kot običajna izboljšanja pri privatizaciji nefinančnih podjetij (Megginson, 2005, str. 1948–1951).

Več raziskav je bilo opravljenih tudi v **državah v razvoju**. To so države, ki leta 1990 niso bile članice skupine OECD in niso spadale v skupino tranzicijskih držav. Državne privatizacije tam v splošnem niso izboljšale finančnega in operativnega poslovanja državnih bank. Izkazalo se je celo, da je javno lastništvo bank še slabša strategija (Megginson, 2005, str. 1951–1956). V državah v razvoju so raziskave potrdile, da tuje lastništvo nad bankami povečuje njihovo učinkovitost. To naj bi bil tudi rezultat mnogih nacionalnih privatizacijskih programov (Megginson, 2005, str. 1958–1961).

V **tranzicijskih državah** (države Srednje in Vzhodne Evrope ter bivše Sovjetske zveze) so privatizacije bank povsem drugačne od privatizacij v razvitih in nerazvitih državah, saj so večino bank prodali s certifikati. Prodaje so pomenile spremembo družbenega sistema iz socialističnega centralnoplanskega sistema v kapitalistični sistem, v katerem banke opravljajo popolnoma drugačno vlogo. V teh državah se je poslovanje bank izboljšalo bolj kot v bankah v državah v razvoju. Največkrat pa so bile banke najprej le delno privatizirane, kar ni prineslo nobenih izboljšav, nato pa jih je država dokapitalizirala in kasneje v celoti prodala. Banke v tranzicijskih državah so bile večinoma prodane tujim lastnikom in šele po tem se je poslovanje izboljšalo. V državah Srednje in Vzhodne Evrope so do leta 2002 tuje banke nadzirale bančni sistem, v državah bivše Sovjetske zveze pa še ne (Megginson, 2005, str. 1956–1958).

2.3 PRIVATIZACIJA NOVE KBM

Delnice Nove KBM so bile prodane na podlagi Posameznega programa prodaje kapitalske naložbe Republike Slovenije, ki jo predstavljajo delnice Nove kreditne banke Maribor, d.d. (v nadaljevanju Program prodaje). Program prodaje je sprejela Komisija za vodenje in nadzor postopka prodaje kapitalske naložbe Republike Slovenije, ki jo predstavljajo delnice Nove kreditne banke Maribor (v nadaljevanju Komisija). (Posamezni program prodaje kapitalske naložbe Republike Slovenije, ki jo predstavljajo delnice Nove kreditne banke Maribor d.d., 2009, str. 1)

Prva faza prodaje bi bila javna prodaja do 50 % deleža minus 1 delnica prek javne prodaje. Druga faza privatizacije pa predstavlja prodajo preostalega lastniškega deleža Republike Slovenije. V drugi fazi bi bil prodani delež tak, da bi Republiki Sloveniji ostalo še 25 % plus 1 delnica, kar bi pomenilo, da bi država še vedno lahko vplivala na ključne strateške odločitve v Novi KBM. Druga faza časovno ni opredeljena (Posamezni program prodaje kapitalske naložbe Republike Slovenije, ki jo predstavljajo delnice Nove kreditne banke Maribor d.d., 2009, str. 1 in 5).

Cilji prodaje deleža Nove KBM so nova lastniška struktura (dolgoročno zagotavljanje učinkovitega upravljanja, konkurenčnost in uspešen razvoj Nove KBM), povečanje transparentnosti transakcij (zaradi upoštevanja interesov in pravic delničarjev), doseganje čim višje prodajne cene ter pozitiven vpliv na razvoj slovenskega kapitalskega trga (Posamezni program prodaje kapitalske naložbe Republike Slovenije, ki jo predstavljajo delnice Nove kreditne banke Maribor d.d., 2009, str. 2).

3 OSNOVNE INFORMACIJE O PRODAJI NOVE KBM

Skupina Nova KBM je glede na aktivo, posojila in depozite druga največja bančna skupina v Sloveniji. V Mariboru in njegovi okolici ter v Novi Gorici ima vodilni položaj. Ob koncu junija 2007 je imela Skupina Nova KBM približno 560.000 komitentov med prebivalci in 10.000 komitentov med podjetji. Mreža Skupine Nove KBM je zajemala 91 poslovalnic, 253 bankomatov in 4351 POS-terminalov. Poleg tega pa ima s Pošno banko kot lastnica 55 % deleža ekskluzivno pogodbo, kar ji omogoča poslovanje prek več kot 550 pošt (Nellis & Elliott, 2007, str. 17).

V postopku prve javne prodaje delnic Nove KBM je šlo za prodajo do 11.445.412 navadnih že izdanih kosovnih delnic, kar je predstavljalo 49 % delež vseh delnic Nove KBM. Ponudba je bila namenjena dobro poučenim vlagateljem in malim vlagateljem. Javno prodajo sta organizirala dva finančna posrednika in Nova KBM. Citigroup Global Markets Limited je bil izključni globalni koordinator javne prodaje in sestavljalec liste dobro poučenih vlagateljev,

Nomura International plc. in Nova KBM pa sta bila vodilna soorganizatorja prodaje (Prospekt za ponudbo delnic Nove KBM d. d. javnosti, 2007, str. 1 in 5).

Da bi bila prodaja uspešnejša, so Nova KBM in njeni takratni delničarji (Republika Slovenija, Kad in Sod) sprejeli dogovor o blokadi (*t. i. lockup agreement*), kar je značilno za javne prodaje po vsem svetu (Prospekt za ponudbo delnic Nove KBM d. d. javnosti, 2007, str. 63). To pomeni, da so se zavezali, da v obdobju 180 dni po zaključku ponudbe brez pisnega soglasja finančnega posrednika ne bodo razpolagali z delnicami. S tem je bilo zagotovljeno, da s transakcijami s svojimi delnicami ne bodo vplivali na ceno.

3.1 OSNOVNI PODATKI O DELNICAH, DOSEGLJIVI PRED JAVNO PRODAJO

Delnice Nove KBM so imenske nematerializirane delnice enega razreda in so v vseh pogledih enakovredne. Delnice so prosto prenosljive. So kosovne delnice in zato nimajo oznake valute. Pripadajoči znesek ene navadne kosovne delnice je 1,0432 EUR. Pred prodajo delnice niso bile uvrščene na trgovanje na nobenem organiziranem trgu. Po prodaji je bila napovedana uvrstitev delnice v kotacijo Ljubljanske borze (Prospekt za ponudbo delnic Nove KBM d. d. javnosti, 2007, str. 3 in 10).

Delnice Nove KBM so bile izdane maja 1998 z oznako KBMR. Septembra 2007 je bila opravljena cepitev delnic, in sicer v razmerju 1 proti 8. To pomeni, da so vsakemu delničarju, ki je bil v zapišan v centralnem registru Centralne klirinške depotne družbe (v nadaljevanju KDD) na dan 12. 9. 2007 (presečni dan), na njegov račun prenesli sedemkratnik njegovih dotedanjih delnic. Število delnic se je iz 2.919.748 povečalo na 23.357.984 kosovnih delnic (Obvestilo o delnicah Nove KBM s strani Centralne klirinško depotne družbe, 2009).

Ponudbena cena je imela pred prodajo napovedan razpon od 20,5 do 27 EUR na delnico. Zavezali so se tudi, da bo končna cena enaka tako za male kot za dobro poučene vlagatelje (Prospekt za ponudbo delnic Nove KBM d. d. javnosti, 2007, str. 5).

Republika Slovenija je bila v ponudbi delnic javnosti delničar, ki je prodajal. Skupno je želela prodati največ 49 % izdanih delnic NKBM, v kar so bile vštete tudi delnice, ki so bile predmet opcije za presežno dodelitev in delnice, ki so bile potrebne za izpolnitev zaveze malim vlagateljem v obliki spodbude za dolgoročno imetništvo (Prospekt za ponudbo delnic Nove KBM d. d. javnosti, 2007, str. 5).

3.1.1 Opcija za presežno dodelitev

Republika Slovenija je globalnemu koordinatorju podelila opcijo za nakup do 1.492.879 ponujenih delnic po ponudbeni ceni z izvršljivostjo v roku 30 dni po objavi ponudbene cene in le enkrat. Namen opcije je bilo izvajanje stabilizacijske aktivnosti in pokritje presežne

dodelitve, če bi do nje prišlo (Prospekt za ponudbo delnic Nove KBM d. d. javnosti, 2007, str. 11 in 56).

Opcija je omogočala globalnemu koordinatorju prodajo delnic po zaključku ponudbe dobro poučenim vlagateljem, ne da bi postal njihov lastnik. To imenujemo tudi kratka pozicija. V roku 30 dni je lahko globalni koordinator uporabljal kupnino od prodaje delnic za nakup dodatnih delnic na trgu. S tem lahko zmanjšuje svojo kratko pozicijo in ponuja podporo tržni ceni. Koordinator se ne sme ukvarjati s stabilizacijo cene, če je tržna cena presegla ponudbeno (Prospekt za ponudbo delnic Nove KBM d. d. javnosti, 2007, str. 11 in 56).

3.1.2 Spodbuda malim vlagateljem za dolgoročno imetništvo

Republika Slovenija se je pri prodaji odločila, da bo male vlagatelje spodbudila, da ostanejo delničarji Nove KBM dlje časa. Tako so se zavezali, da bodo malim vlagateljem na vsakih 10 delnic, pridobljenih v postopku javne ponudbe, ki jih bodo imeli neprekinjeno v lasti najmanj do 12. septembra 2008 (torej eno leto), podarili eno brezplačno navadno delnico. Brezplačne delnice naj bi bile po preteku roka vsem delničarjem, ki so izpolnili ta pogoj, avtomatično vpisane na ustrezne račune pri KDD. Delnice, ki so bile tako dodeljene malim vlagateljem, je Republika Slovenija hranila v lasti do roka razdelitve (Prospekt za ponudbo delnic Nove KBM d. d. javnosti, 2007, str. 9).

3.1.3 Mali vlagatelji

Mali vlagatelji so lahko na vpisnih mestih oddali naročila za delnice med 19. in 27. novembrom. Ob tem so navedli želeni znesek investicije (do 50.000,00 EUR) in ga v roku dveh delovnih dni tudi plačali. Cena delnice je bila določena po zaključku prodaje institucionalnim vlagateljem, in sicer v danem razponu (Prospekt za ponudbo delnic Nove KBM d. d. javnosti, 2007, str. 5).

V postopku prodaje je bila predvidena tudi razdelitev delnic med male vlagatelje, če bi prišlo do presežka vplačil. Narejena je bila lestvica, ki je opredeljevala zagotovljeno število delnic. Namen je bil najprej razdeliti vsakemu malemu vlagatelju zagotovljeno število delnic, nato pa preostale delnice razdeliti sorazmerno glede na vplačilo posameznega malega vlagatelja in vseh vplačanih naročil (Prospekt za ponudbo delnic Nove KBM d. d. javnosti, 2007, str. 8).

V primeru da bi bilo malemu vlagatelju, zaradi presežka naročil nad razpoložljivimi delnicami, dodeljenih manj delnic, kot jih je vplačal, bi bil presežek vrnjen (Prospekt za ponudbo delnic Nove KBM d. d. javnosti, 2007, str. 9).

Tabela 1: Zagotovljeno število delnic glede na število prejetih naročil malih vlagateljev

Število prejetih naročil malih vlagateljev	Zagotovljeno število delnic na malega vlagatelja
Do 80.000	30 delnic
Med 80.000 in 160.000	20 delnic
Med 160.001 in 500.000	10 delnic
Več kot 500.001	Vsem malim vlagateljem bo zagotovljeno enako število delnic, vendar nobenemu malemu vlagatelju ne več kot 10 delnic

Vir 1: Prospekt za ponudbo delnic Nove KBM d. d. javnosti, 2007, str. 8.

3.1.4 Dobro poučeni vlagatelji

Ponudba dobro poučenim vlagateljem se je zaključila dva dni kasneje kot ponudba malim vlagateljem. Ta skupina vlagateljev ni bila upravičena do spodbude za dolgoročno imetništvo (Prospekt za ponudbo delnic Nove KBM d. d. javnosti, 2007, str. 10).

Finančna posrednika sta sestavila listo dobro poučenih vlagateljev, v kateri sta zbrala podatke o interesu potencialnih dobro poučenih vlagateljev. Vlagatelji so sporočili količino delnic, ki so jih bili pripravljeni kupiti, ter ceno za delnico. Na podlagi tega je bil sestavljen predlog ponudbene cene, ki je bil posredovan Ministrstvu za finance. Ministrstvo pa je predlog dalo v sprejem Vladi Republike Slovenije (v nadaljevanju Vlada RS). Posrednika sta nato skupaj s komisijo pripravila tudi predlog razdelitve in dodelitve ponujenih delnic med dobro poučene vlagatelje. Predlog je ravno tako šel na Ministrstvo in nato naprej na Vlado (Prospekt za ponudbo delnic Nove KBM d. d. javnosti, 2007, str. 54).

3.2 PRODAJA, DEJANSKA RAZVRSTITEV DELNIC MED MALE IN VELIKE VLAGATELJE TER IZOBLIKOVANJE KONČNE CENE

Delnica je bila v kotacijo na Ljubljanski borzi vpisana 27. novembra 2007, z njo pa se je začelo trgovati 10. decembra istega leta. Delnica na borzi od začetka dalje kotira pod oznako KBMR (Delnice [Nove KBM, d. d.], 2009).

Končna cena delnice Nove KBM se je na podlagi ponudb institucionalnih vlagateljev in presežka vplačil malih vlagateljev izoblikovala na zgornji meji objavljenega razpona. Za delnico je bilo treba plačati 27 EUR (Nova Kreditna banka Maribor d.d., 2007, str. 2).

Na Novi KBM so do zaključka prodaje delnic malim vlagateljem prejeli 110.522 naročil. Od tega jih je bilo 51.015 oddanih v Novi KBM, 46.706 prek Pošte Slovenije in 12.755 prek Nove Ljubljanske banke. Od vseh prejetih naročil jih je bilo do zaključka javne prodaje 109.627 tudi plačanih. Od vseh delnic za javno prodajo je bilo malim vlagateljem namenjenih 24 % kapitala banke oz. 5.605.916 delnic. Na koncu je bilo razdeljenih le 5.395.668 delnic, ker jih je bilo 207.898 rezerviranih za spodbudo za dolgoročno imetništvo, približno 2.600

delnic pa je zaradi zaokroževanja ostalo nerazporejenih (Nova Kreditna banka Maribor d.d., 2008, str. 5–7).

V tranši dobro poučenih vlagateljev je zavezujoče ponudbe oddalo 259 domačih investitorjev. 98,5 % ponudb je bilo postavljenih pri najvišji ceni za delnico, torej za 27 EUR. Tako je bil skupni znesek oddanih ponudb 1.384.022.658 EUR, kar predstavlja 51.993.765 delnic. Na koncu je bilo izbranih 69 domačih investitorjev, ki so skupaj dobili 2.379.825 delnic za njih pa plačali 64.255.274 EUR (Nova Kreditna banka Maribor d.d., 2007, str. 2).

Prodajo delnic tujim institucionalnim vlagateljem je vodilo podjetje Citigroup Global Markets Limited, končna alokacija delnic pa ni bila javno objavljena. V postopku prodaje je bilo 3.459.671 delnic prodanih tujim investitorjem. Dobiček od prodaje tujim investitorjem je znašal 93.411.117 EUR in je predstavljal 14,81 % delež v kapitalu banke (Nova Kreditna banka Maribor d.d., 2007, str. 2).

Tabela 2: Načrtovana in dejanska razdelitev delnic Nove KBM

Skupine vlagateljev	V sklepu Vlade RS			Dejanska delitev		
	Št. delnic	Delež od 100% kapitala NKBM	Znesek v EUR	Št. delnic	Delež od 100% kapitala NKBM	Znesek v EUR
Mali vlagatelji	5.605.916	24	151.359.732	5.395.668	23,1	145.683.036
Domači institucionalni vlagatelji	2.379.825	10,19	64.255.275	2.379.825	10,19	64.255.275
Tuji institucionalni vlagatelji	3.459.671	14,81	93.411.117	3.459.671	14,81	93.411.117
SKUPAJ	11.445.412	49	309.026.124	11.235.164	48,1	303.349.428
Od tega bonusne delnice	219.254	0,94		207.898	0,89	

Vir 2: Nova Kreditna banka Maribor d.d., 2007, str. 2.

Kljub temu pa je bilo pri prodaji Nove KBM opaziti nekaj napak. Prospekt je bil narejen na hitro in bil objavljen le dva dni pred javno prodajo, kar investitorjem ni puščalo dovolj časa, da bi se temeljito pripravili. Pred prodajo bi organizatorji lahko izvedli analize trga in s tem v prospekt uvedli možnost naknadnega dviga cene za vse vlagatelje, izven določenega razpona. Pomanjkljivost je seveda tudi to, da pri tej prodaji ni šlo za dokapitalizacijo vendar le za zamenjavo lastnika. Morda bi bilo bolje, da bi ob prodaji deleža države banko delno tudi dokapitalizirali. Problem predstavlja tudi nadaljnja prodaja 26 % minus ene delnica banke, saj bo za tak paket verjetno težko najti strateškega investitorja. Strateških investitorjev namreč načeloma ne zanima manjšinski delež, s katerim bi lahko vplivali le na blokado statutarnih sprememb banke. Nekaj napak je bilo storjenih tudi v okviru ponudbe dobro poučenim vlagateljem. Postopek razdelitve je bil nepregleden, organizator je deleže razdelil po svojih željah. (Veselinovič, 2007) Problematična je tudi spodbuda malim vlagateljem za dolgoročno

imetništvo, saj to predstavlja neposreden strošek države. Podoben učinek na varčevalce bi imela predkupna pravica ob morebitnih novih izdajah. (Valentinčič, 2007)

4 DOLOČANJE VREDNOSTI IN CENE DELNICE

Določanje vrednosti delnice je v postopku javne prodaje eden ključnih korakov. Vrednost je določena na podlagi izračunov finančnih posrednikov ali pooblaščenih ocenjevalcev vrednosti. Ti določijo vrednost delnice na podlagi izračunov o vrednosti podjetja. Ocenjevalci tako ocenijo tveganja za podjetja in predvidijo poslovanje v prihodnosti. Na podlagi teh podatkov pa nato ocenijo trenutno vrednost podjetja v odvisnosti od vseh predpostavk.

4.1 METODE DOLOČANJA VREDNOSTI

Pri ocenjevanju vrednosti podjetij lahko metodologijo ocenjevanja razvrstimo na tri hierarhične ravni. Prvo raven predstavljajo načini ocenjevanja vrednosti, ki so najširša kategorija. Na splošno poznamo tri načine ocenjevanja vrednosti, in sicer na donosu zasnovan način vrednotenja, način tržnih primerjav in na sredstvih zasnovan način vrednotenja. Naslednjo raven predstavljajo metode ocenjevanja vrednosti. Metode so skupek postopkov ocenjevanja, ki jih uporabljamo v okviru posameznih načinov. Zadnjo raven pa predstavljajo postopki ocenjevanja vrednosti. To so tehnike ocenjevanj znotraj posamičnih metod ocenjevanja (Praznik, 2004, str. 39–40).

Z vsako metodo lahko postavimo oceno celotnega kapitala podjetja ali oceno lastniškega kapitala podjetja. Oceno lastniškega kapitala lahko dobimo prek ocene celotnega kapitala, saj je ta opredeljen kot vsota lastniškega kapitala in dolga podjetja. Lastniški kapital podjetja pa je lastniški delež v podjetju po odbitku vseh obveznosti in je po navadi izražen v tržni vrednosti (Praznik, 2004, str. 40–42). Metode se razlikujejo tudi v tem, ali so bolj primerne za ocenjevanje manjšinskega ali obvladujočega deleža v podjetju (Praznik, 2004, str. 46–47).

4.1.1 Na donosu zasnovan način vrednotenja

4.1.1.1 Metoda diskontiranega denarnega toka

Osnova te metode je predpostavka, da je vrednost naložbe enaka vsoti vseh prihodnjih donosov. Vsak donos se diskontira z diskontno mero na sedanjo vrednost. Diskontna mera pa predstavlja časovno vrednost denarja in mero tveganja, povezano z možnostjo uresničitve pričakovanega donosa. Ta metoda se v ekonomski teoriji največkrat uporablja, saj z njo lahko ocenimo vrednost vsake naložbe (Praznik, 2004, str. 69).

$$PV = \frac{NDT_1}{(1+d)} + \frac{NDT_2}{(1+d)^2} + \dots + \frac{NDT_n}{(1+d)^n} \quad (1)$$

Sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov izračunamo z enačbo (1), v kateri PV označuje sedanjo vrednost, $NDT_1 \dots NDT_n$ čisti denarni tok, pričakovan v vsakem obdobju od 1 do n, in d diskontno mero. Vendar ta formula velja le, če lastnik denarni tok prejme konec leta, pri drugačnih donosih pa se osnovno formulo nekoliko priredi (Praznik, 2004, str. 72).

Prednost te metode je predvsem teoretična korektnost, saj predstavlja sedanjo vrednost vseh v prihodnosti uresničenih denarnih tokov. Uporablja se pri ocenjevanju vrednosti za razne namene. Največjo slabost pa predstavlja napovedovanje denarnih tokov in ocena ustrezne diskontne mere. Obe napovedi sta popolnoma odvisni od posameznega ocenjevalca in sta zato lahko sporni (Praznik, 2004, str. 43).

4.1.1.2 Metoda kapitalizacije (uglavničenja)

Ta metoda je skrajšana različica metode diskontiranega denarnega toka, pri kateri temelji ocenjevanje vrednosti na normaliziranem letnem donosu. Ta donos nato narašča ali pada po neki povprečni stopnji v teoretično neskončnost (Praznik, 2004, str. 77).

Mero kapitalizacije (c) izračunamo z enačbo (2), v kateri je g stopnja rasti (pričakovana dolgoročna stalna stopnja rasti v teoretično neskončnost).

$$c = d - g \quad (2)$$

$$PV = \frac{NDT_1}{c} \quad (3)$$

$$PV = \frac{NDT_0(1 + g)}{d - g} \quad (4)$$

Enačba (3) ne vključuje rasti, mera kapitalizacije pa je kar enaka diskontni meri. Enačba (4) pa vključuje rast in se imenuje tudi Gordonov model rasti. NDT_0 je čisti denarni tok v obdobju, ki je neposredno pred datumom ocenjevanja, g pa pričakovana dolgoročna konstantna stopnja rasti čistega denarnega toka (Praznik, 2004, str. 78–80).

Prednost je predvsem enostavnost, saj jo lahko razumejo tudi finančni nepoznavalci. Ta metoda za razliko od metode diskontiranega denarnega toka ne potrebuje dolgoročnih napovedi oz. projekcij donosov. Vseeno pa preveč poenostavlja metodo diskontiranja. Največja napaka je predpostavka stabilnega poslovanja podjetja v teoretični neskončnosti. Druga nerealna predpostavka je, da donos, ki ga kapitaliziramo, predstavlja ustrezno osnovo za prihodnje donose. To metodo težko uporabimo za novonastala podjetja in za podjetja z visoko stopnjo rasti (Praznik, 2004, str. 43).

4.1.2 Način tržnih primerjav

Temelji na predpostavki, da dajejo kupoprodaje podobnih premoženj dokaze o vrednosti premoženja, ki ga ocenjujemo. Pomembno je, da gledamo le kupoprodaje med nepovezanimi osebami (Praznik, 2004, str. 85).

Primerljivo podjetje mora imeti podobne dejavnike tveganja kot ocenjevano. Ostale značilnosti za izbiro primerljivih podjetij so: trg, proizvodi in storitve, geografsko območje delovanja, velikost in primerljivi pretekli podatki. Pri izbiri podjetij je po navadi najboljši vzorec od 5 do 7 podjetij, seveda pa je končno število izbranih podjetij odvisno tudi od razpoložljivih podatkov in ocenjevanega podjetja (Praznik, 2004, str. 85–86).

4.1.2.1 Metoda primerljivih na borzi uvrščenih podjetij

Pri tej metodi temeljne finančne spremenljivke v ocenjevanem podjetju (npr. čisti dobiček, dobiček pred obdavčitvijo, bruto denarni tok, prodajo ...) pomnožimo z mnogokratniki, ki so pridobljeni iz borznih kotacij primerljivih podjetij. Z metodo načelno dobimo vrednost popolnoma prodajnega manjšinskega deleža (Praznik, 2004, str. 85–90).

V okviru te metode poznamo več postopkov, na podlagi katerih lahko ocenimo vrednost podjetja. Prvi postopek je koncept mnogokratnikov ocenjevanja vrednosti, ki so inverzna funkcija mere kapitalizacije. Poznamo tudi mnogokratnike lastniškega kapitala in mnogokratnike celotnega kapitala. Na podlagi teh treh postopkov lahko ocenimo vrednost podjetja (Praznik, 2004, str. 86–88).

Metoda jemlje podatke o vrednosti iz trga, ki je najboljši razsodnik za določanje vrednosti. Podatki o ceni podjetij, uvrščenih na borzo, so znani za vsak dan in zato lahko kadar koli ocenimo vrednosti. Vendar pa na borzi ni razpoložljivih podatkov za posamezne panoge. Prav tako je težko najti resnično primerljiva podjetja, saj so podjetja na borzi po navadi veliko večja od ocenjevanega. V tranzicijskih državah pa kapitalski trg pogosto ni dovolj razvit, da bi iz njega sploh lahko dobili primerljive osnove (Praznik, 2004, str. 44).

4.1.2.2 Metoda primerljivih kupoprodaj podjetij

Ta metoda je primerna za ocenjevanje vrednosti obvladujočega deleža v podjetju, saj ni treba uporabiti pribitka za obvladovanje kot pri prejšnji metodi. Podatki o primerljivih podjetjih so velikokrat težko dosegljivi. Čas vrednotenja se po navadi razlikuje od časa kupoprodaje in zato podjetji težje primerjamo. Velikokrat pa so v ozadju kupoprodaj tudi drugi interesi, npr. sinergije ali strateške vrednosti, kar otežuje ocenjevanje vrednosti podjetja (Praznik, 2004, str. 44).

Za oceno vrednosti podjetja uporabljamo iste mnogokratnike kot pri metodi primerljivih na borzi uvrščenih podjetij (Praznik, 2004, str. 92).

4.1.3 Na sredstvih zasnovan način vrednotenja

4.1.3.1 Metoda čistih vrednosti sredstev

Metoda temelji na načelu substitucije. Po tem načelu naj kupec ne bi bil pripravljen za določeno sredstvo plačati več, ko je strošek nadomestitve z drugim sredstvom enake uporabnosti. Tu je velikokrat potrebno specifično znanje ocenjevalca vrednosti sredstev. Pod to vrsto ocenjevanja sodijo ocenjevanje vrednosti nepremičnin ter strojev in opreme (Praznik, 2004, str. 95).

Največja prednost te metode je enostavnost razumevanja. Metoda je ustrezna za ocenjevanje vrednosti obvladujočega deleža podjetij, katerih vrednost temelji na vrednosti sredstev oz. naložb. Prav tako je primerna za ocenjevanje vrednosti likvidacijske vrednosti v primeru obvladujočega deleža in nižje vrednosti poslujočega podjetja (Praznik, 2004, str. 45).

4.1.3.2 Metoda presežnih donosov

To je metoda, ki se jo uporablja le, kadar ni mogoče uporabiti nobene druge metode. Primerna je predvsem za ocenjevanje majhnih družinskih podjetij, kar je v Ameriki tudi praksa. Problem je, da je nedorečeno, katere osnove naj se vzame za ocenjevanje vrednosti. Prav tako ni statističnih osnov za določanje mere uglavničevanja presežnih donosov. Metoda ima še nekaj slabosti in se zato tudi redko uporablja (Praznik, 2004, str. 45).

4.2 OCENA VREDNOSTI DELNICE IN DOLOČANJE CENE DELNICE NOVE KBM

Cena delnice Nove KBM je bila oblikovana v več korakih.

- Najprej sta finančna posrednika ocenila vrednost podjetja in vsak posebej predlagala ceno delnice.
- Nato je bil na podlagi dogovora med finančnima posrednikoma, Novo KBM in Vlado RS določen razpon od 20,5 do 27 EUR/delnico.
- Po končani prodaji pa je bila, v okviru zgoraj omenjenega razpona, določena končna cena 27 EUR/delnico.

4.2.1 Ocena cene delnice s strani globalnega koordinatorja

Globalni koordinator prodaje Nove KBM in sestavljalec liste dobro poučenih vlagateljev je bilo podjetje Citigroup Global Markets Limited (v nadaljevanju Citigroup). Novo KBM sta v njenem imenu ocenjevala Simon Nellis in Geoffery Elliot.

Ocenjevalca sta banko ocenila na podlagi standardnih metod ocenjevanja. Uporabila sta metodo primerljivih na borzi uvrščenih podjetij, s poudarkom na mnogokratniku cena/donos oz. mnogokratniku P/E (Nellis & Elliott, 2007, str. 7–12). Ta mnogokratnik pove, koliko evrov so vlagatelji pripravljeni plačati za en evro dobička družbe (Kazalnik P/E, 2009). Drug postopek je ravno tako temeljil na metodi primerljivih na borzi uvrščenih podjetij, le da sta tu

primerjala mnogokratnik P/E in rast donosov (*t. i. price-to-earnings VS earnings growth*) (Nellis & Elliott, 2007, str. 7–12).

Uporabila sta tudi postopka, ki izhajata iz knjigovodske vrednosti delnice. Prvi tak postopek je mnogokratnik cena/knjigovodska vrednost oz. mnogokratnik P/B proti dobičkonosnosti povprečnega lastniškega kapitala na podlagi opazovane vrednosti (*t. i. price-to-book-value vs. ROAE on an observed basis*) ter mnogokratnik P/B proti dobičkonosnosti povprečnega lastniškega kapitala na podlagi izračunane vrednosti (*t. i. price-to-book-value vs. ROAE on a calculated basis*) (Nellis & Elliott, 2007, str. 7–12). Z mnogokratnikom P/B želimo izmeriti, koliko evrov so vlagatelji pripravljeni plačati za evro knjigovodske vrednosti podjetja. Ta mnogokratnik prikazuje razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice (Kazalnik P/B, 2009). Na podlagi teh metod sta izračunala 100 % vrednost banke, kot jo vidimo v spodnji tabeli.

Tabela 3: Razpon vrednotenja različnih metod za 100 % (v mio EUR)

Razpon/metoda	Spodnja meja	Zgornja meja
Mnogokratnik P/E	572	883
Mnogokratnik P/E in rast donosov	398	498
Mnogokratnik P/B na opazovani podlagi	359	560
Mnogokratnik P/B na izračunani podlagi	668	807
Povprečje za 100%	499	687

Vir 3: Nellis & Elliott, 2007, str. 7.

Iz tabele je na podlagi povprečne vrednosti vseh štirih metod razvidno, da vrednost banke ocenjujeta v razponu od 499 mio EUR do 687 mio EUR (Nellis & Elliott, 2007, str. 7). Če to delimo s številom vseh delnic dobimo ceno delnice, ki jo predlagata ocenjevalca in ki se giba v razponu od 21,36 EUR/delnico do 29,41 EUR/delnico.

Z mnogokratnikom P/B sta ceno delnice Nove KBM ocenila na od 1,40- do 1,93-kratnik knjigovodske vrednosti delnice (Nellis & Elliott, 2007, str. 7). To pomeni, da na podlagi tega mnogokratnika in podatkov o knjigovodski vrednosti delnice lahko izračunamo ceno delnice, predlagano s to metodo. Konec oktobra 2007 je bila knjigovodska vrednost delnice Nove KBM 12,62 EUR. Na podlagi teh podatkov je razpon cene delnice v odvisnosti od knjigovodske vrednosti med 17,67 EUR in 24,36 EUR.

Ocenjevalca sta ocenila tudi mnogokratnik P/E, po katerem naj bi se cena gibala med 8,0- do 11,0-kratnikom donosa. (Nellis & Elliott, 2007, str. 7)

Med glavne priložnosti banke sta štela možnost povečanja trženja izdelkov in storitev med podjetji v Skupini Nove KBM. Skupina Nove KBM bo tako prek svoje bančne mreže

prodajala tako zavarovanja kot točke vzajemnih skladov. V prihodnosti je zaradi ekskluzivne pogodbe s Pošto Slovenije možna razširitev mreže prodajaln še na poštno omrežje (Nellis & Elliott, 2007, str. 5).

Največja slabost, ki sta jo odkrila ocenjevalca, je bil slab kapitalski položaj. Ta je delno posledica tudi močne regulacije s strani Banke Slovenije. Slab kapitalski položaj bo omejeval rast banke tako doma kot v tujini. Vendar so ocenjevalci zaradi tega uporabili konservativen pristop, k napovedovanju rasti sredstev banke (Nellis & Elliott, 2007, str. 6). Tveganje predstavljajo tudi nadaljnje izdaje delnic za potrebe dokapitalizacije banke, ker se ne ve, kakšna bo njihova cena in kako bo to vplivalo na obstoječe delničarje (Nellis & Elliott, 2007, str. 13).

Tveganje povzroča tudi kontrolni delež, ki ga bo v lasti obdržala država, saj njeni interesi verjetno ne bodo vedno usklajeni z manjšinskimi delničarji. Vključenost države pa bo verjetno pozitivno vplivala tudi na oceno kreditne sposobnosti banke. Omejitev lahko za banko predstavlja tudi njena majhnost, saj zaradi tega ne more izkoriščati ekonomije obsega (Nellis & Elliott, 2007, str. 14).

Tveganje bi lahko predstavljal tudi neuspeh strategije trženja izdelkov in storitev med podjetji v Skupini Nova KBM, ki ji sledijo v banki. Problem predstavljajo pomanjkanje pravne in IT-integracije med različnimi podružnicami (predvsem poštними poslovalnicami) – Skupina je le manjšinski delničar v Zavarovalnici Maribor – ter zakoni, ki prepovedujejo pretok podatkov o strankah med različnimi podjetji znotraj skupine brez dovoljenja stranke (Nellis & Elliott, 2007, str. 15).

Močna konkurenca, ki jo predstavlja na eni strani močna državna banka NLB, ter konkurenca, ki jo predstavljajo majhne tuje banke, ki se z nizkimi obrestnimi merami trudijo za pridobitev tržnega deleža, lahko predstavljata oviro za Novo KBM (Nellis & Elliott, 2007, str. 15).

4.2.2 Ocena cene delnice s strani soorganizatorja prodaje

Soorganizator privatizacije Nove KBM je bilo podjetje Nomura International plc iz Londona (v nadaljevanju Nomura). Novo KBM sta vrednotila Grzegorz Zawada in Pedro Fonseca. V svojem poročilu o Novi KBM sta izpostavila prednosti in slabosti Nove KBM in ocenila razpon, v katerem naj bi se prodajale delnice ob prvi javni prodaji (Zawada & Fonseca, 2007, str. 1).

Med prednostmi Nove KBM sta posebej izpostavila veliko distribucijsko mrežo ter veliko stroškovno učinkovitost podjetja. Velika distribucijska mreža je tesno povezana z ekskluzivno pogodbo s Pošto Slovenije, po kateri lahko Nova KBM edina koristi okenca Poštne banke Slovenije za poslovanje z uporabniki (Zawada & Fonseca, 2007, str. 1–6).

Ocenjevalca vidita priložnosti banke predvsem v premalo pokritem prodajnem sektorju, kjer vidita veliko priložnost za povečanje dobičkov. Ker v Sloveniji nimamo pravega hipotekarnega kreditiranja in imamo premalo kreditnih kartic, pričakujeta rast banke ob razvoju teh storitev. Priložnost prav tako predstavlja prehod Nove KBM na nebančne finančne produkte, kot so zavarovalni produkti, ki jih ponuja prek Zavarovalnice Maribor ter vzajemni skladi, ki jih ponuja prek KBM Infonda (Zawada & Fonseca, 2007, str. 1–6).

Slabost banke je predvsem zelo konkurenčen trg z majhnimi maržami. Glavno tveganje pa predstavlja financiranje dolgoročne rasti podjetja. Ocenjevalca sta izrazila tudi dvome glede organske rasti v Balkanu, saj je po njunem mnenju strategija banke premalo agresivna, na trg pa so že vstopili vodilni igralci na področju (Zawada & Fonseca, 2007, str. 4–8).

Vrednost podjetja sta ocenila na podlagi tristopenjskega modela diskontiranih donosov in velikosti. S tem modelom sta dobila razpon, v katerem naj bi bila prava vrednost Nove KBM. Razpon sta določila na podlagi spreminjanja stroška sredstev za 100 bazičnih točk navzgor in navzdol ter nato enak postopek uporabila še za predvidevanja o rasti stroškov. Poleg tega sta predvidela nizko dolgoročno rast Nove KBM, ker pričakujeta, da bo konkurenčna prednost Nove KBM v prihodnosti pojenjala (Zawada & Fonseca, 2007, str. 7).

Ocenjevalca pri Nomuri sta ocenila vrednost celotne banke na 531 mio EUR do 616 mio EUR (Zawada & Fonseca, 2007, str. 7). Ceno ene delnice iz tega podatka lahko dobimo na podlagi deljenja z vsemi delnicami podjetja. To pomeni, da se predlagani razpon cene delnice giba med 22,73 EUR/delnico in 26,37 EUR/delnico.

Pri tem sta ocenila mnogokratnik P/B, ki po njunih ocenah znaša 1,48 do 1,74 (Zawada & Fonseca, 2007, str. 7). To pomeni, da se na podlagi tega mnogokratnika cena ene delnice Nove KBM giba med 18,68 EUR in 21,96 EUR. Ta razpon je dobljen na podlagi podatka o knjigovodski vrednosti delnice konec oktobra 2007.

Ocenila sta tudi mnogokratnik P/E, kjer cena po njunih izračunih znaša med 15,6- in 18,1-kratnikom donosa. V primerjavi s primerljivimi bankami, ki sta jih izbrala v vzorec, je ocenjeni mnogokratnik za Novo KBM visok. Primerljive banke v vzorcu imajo ocenjeni mnogokratnik P/E za 2007 v povprečju 14,7 (Zawada & Fonseca, 2007, str. 7).

4.2.3 Določitev končne cene

Ocenjevalca pri Citigroup sta ceno delnice na podlagi štirih metod ocenila med 21,36 EUR/delnico in 29,41 EUR/delnico. Medtem ko sta ocenjevalca pri Nomuri ceno delnice ocenila na razponu med 22,73 EUR/delnico in 26,37 EUR/delnico.

Če primerjamo mnogokratnik P/B, ki je bolj relevanten, se oceni finančnih posrednikov gibata od 17,67 EUR/delnico do 24,36 EUR/delnico pri Citigroupu in od 18,68 EUR/delnico do

21,96 EUR/delnico pri Nomuri. Pri določanju končnega razpona cene je bil izračunan mnogokratnik P/B bolj pomemben kot zgoraj opisane ocene. Glede na to, da je bil Citigroup glavni finančni posrednik, so se vsi bolj zanašali na njihove ocene.

Končni razpon cene je bil določen na podlagi izračunov ocenjevalcev vrednosti, Ministrstva za finance in Vlade RS. Finančni svetovalec in Komisija Nove KBM, določena s strani Vlade, sta po preučenih izračunih in pogovorih določila prodajno ceno delnice. Razpon je bil določen na intervalu od 20,5 EUR do 27 EUR. Na podlagi velikega presežka vplačil malih vlagateljev in velikega zanimanja s strani institucionalnih vlagateljev se je končna cena za delnico oblikovala na zgornji meji in je znašala 27 EUR/delnico.

4.3 CENA DELNICE NOVE KBM – KOMENTAR

Ocenjevanje vrednosti bank je že v osnovi težje kot ocenjevanje drugih podjetij. Pri bankah je težko oceniti kakovost posojilnega portfelja, zaradi povezanosti obrestnih mer med aktivo in pasivo pa je težko določiti dobičke, ki jih prinašajo. Za ocenjevanje bank je zato najboljši pristop z lastninskim kapitalom (*t. i. equity approach*), kjer z izbrano metodo neposredno ugotavljamo vrednost lastniškega kapitala. Posredno vrednotenje, kjer vrednost lastniškega kapitala ugotavljamo v drugi fazi, in sicer ko od celotnega kapitala odštejemo obrestovani dolg in finančne naložbe, v primeru vrednotenja bank ne pride v poštev. Razlog za to je predvsem v strukturi premoženjske bilance banke, in dejstva, da banke na podlagi usklajevanja obrestnih mer ustvarjajo vrednost tudi iz pasive. Tržna vrednost posojilnega portfelja banke pa se spreminja s spremembami v obrestni meri (Copeland, Koller & Murrin, 2000, str. 433).

Zanimivo je, da se je septembra 2007 potekala tudi prodaja delnic NLB. Pri tej javni prodaji je bilo javnosti na voljo 325.733 delnic po ceni 307,00 EUR na delnico. Ker se z delnicami ne trguje na organiziranem trgu, se pojavljata likvidnostno in tržno tveganje. Pri prodaji so imeli prednostno pravico obstoječi delničarji in šele nato drugi vlagatelji (Prospekt za javno prodajo novo izdanih delnic Nove Ljubljanske banke d. d., 2007, str. 1–14).

Glede na ceno delnice in knjigovodsko vrednost delnice NLB na dan 31. 12. 2006, ki je znašala 20.723,30 SIT oz. 86,48 EUR, je mnogokratnik P/B za banko 3,55 (Prospekt za javno prodajo novo izdanih delnic Nove Ljubljanske banke d. d., 2007, str. 95). To pomeni, da se je delnica prodajala po 3,55-kratniku knjigovodske vrednosti delnice. Če primerjamo ta mnogokratnik z razponom določenim v prodaji Nove KBM se ta giba med 1,62 in 2,14. Pri tem je treba opozoriti, da je podatek o knjigovodski vrednosti Nove KBM iz oktobra 2007, pri NLB pa iz decembra 2006.

Bilančna vsota Nove KBM za leto 2006 je znašala 3.669.158 tisoč EUR (Prospekt za ponudbo delnic Nove KBM d. d. javnosti, 2007, str. 181). NLB pa je imela v letu 2006 bilančno vsoto v vrednosti 10.415.794 tisoč EUR (Nova Ljubljanska banka d.d., 2007, str. 153). To nam

pove, da je NLB izrazito večja banka od Nove KBM. Še vedno pa to ne pojasni velike razlike v ceni delnic obeh bank leta 2007. Glede na to, da delnica NLB ni bila uvrščena na borzo, niti ni bilo napovedano, da jo bodo na borzo uvrstili, bi morala biti razlika v ceni delnice med bankama manjša. Torej je bila delnica Nove KBM podcenjena ali pa delnica NLB precenjena.

V prvem krogu prodaje delnic NLB je bilo med obstoječe delničarje prodanih 99,25 % delnic, preostale delnice pa so bile prodane v prvem dnevu prodaje drugim vlagateljem. To pomeni, da je bil trg pripravljen kupovati delnice bank, kar je razvidno tudi iz preplačil pri prodaji Nove KBM. Menim, da bi se tudi ob višji ceni delnice Nove KBM te prodajale. Upoštevati je treba tudi dejstvo, da se je cena delnice Nove KBM oblikovala na zgornji meji razpona, določenega pred prodajo, kar nakazuje, da je bil trg pripravljen kupovati tudi po višji ceni.

Pogledamo lahko še trgovanje delnice Nove KBM na Ljubljanski borzi v prvih šestih mesecih. Vrednostni papir je dosegel najvišjo vrednost, če opazujemo enotni tečaj delnice, v enajstem dnevu trgovanja, in sicer 43,98 EUR. Najvišja ponudba je bila zabeležena en dan prej, in sicer 44,49 EUR za delnico. Če primerjamo gibanje cen vrednostnega papirja in indeksov SBI20 in SBITOP, lahko vidimo, da se ves čas giba skladno z njima. Ker se je stanje na svetovnih kapitalskih trgih v letu 2008 poslabšalo, cene delnic na trgih ne izkazujejo več pravih vrednosti delnic, zato analiza delnice po tem obdobju ni več relevantna za razlaganje vrednosti. Najnižjo vrednost enotnega tečaja delnice Nove KBM so na Ljubljanski borzi zabeležili 10. marca 2009, in sicer 7,40 EUR za delnico, vendar pa ta cena zagotovo ne odraža prave vrednosti podjetja.

SKLEP

Prve javne prodaje vrednostnih papirjev so zanimive z več vidikov. Lahko predstavljajo način zbiranja sredstev za podjetje ali služijo kot pomoč pri privatizaciji državnega podjetja. Temeljito poznavanje področja javnih prodaj pa je koristno tako za posameznika in podjetje kot za celotno gospodarstvo.

Javne prodaje so za preučevanje zanimive zaradi svojih posebnosti. Prva taka je podcenjevanje, ki je prisotno pri vsaki javni prodaji. Podcenjevanje je razlika v ceni delnice, ki se pojavi na prvi dan trgovanja z vrednostnim papirjem na borzi. Raziskovalci so pri zasebnih podjetjih razvili več teorij. Glede na izvedene raziskave pa podcenjevanje najbolje razlaga model podjetniških izgub, po katerem se podcenjenost zmanjšuje s povečanjem promocije izdaje ter povečuje z večjim deležem zadržanih delnic s strani lastnikov in z negotovostjo.

Podcenjevanje izdaj pa ni enako za zasebna in za državna podjetja. Javne prodaje državnih podjetij so namreč na splošno bolj podcenjene od javnih prodaj zasebnih podjetij. Razlogi, ki so v ozadju te dodatne premije, zaenkrat ostajajo neodkriti. Možni razlogi segajo od političnih

ciljev v ozadju prodaje do povečane promocije, ki jo izvaja vlada. Politični cilji, povezani z javno prodajo, so uspešnost prodaje, povečanje participacije prebivalstva v lastništvu podjetij, zagotavljanje družbene blaginje in socialna politika. Druga možna razlaga dodatne premije pri državnih podjetjih pa je promocija javne prodaje državnega podjetja, ki je močnejša od promocije izdaj zasebnih podjetij. Vsekakor pa pravi razlogi ležijo nekje med obema možnostma.

Vrednost delnic podjetij, prodanih na podlagi prve javne prodaje na dolgi rok, je tema, ki bo potrebovala še veliko raziskovanja. Zaenkrat ni dokazov, da bi bili donosi za državna podjetja, prodana na podlagi javne prodaje, nižji od donosov drugih podjetij. To lahko vidimo tudi v gibanju cene delnice Nove KBM, ki se giba skladno z obema indeksoma, ki ju izračunavajo na Ljubljanski borzi, SBI20 in SBITOP.

Eden izmed ciljev javne prodaje je lahko tudi privatizacija. Posebej zanimive so privatizacije bank. Poznamo tri načine privatizacije, in sicer privatizacijo s prodajo premoženja, privatizacijo na podlagi javne prodaje delnic na borzi in privatizacijo s certifikati. Ne glede na to, kako je banka privatizirana, pa so najuspešnejše tiste, ki so v celoti privatizirane. Ker pri njih država ni več lastnica delnic, postanejo učinkovitejše.

Pri prodaji Nove KBM je šlo za eno izmed najodmevnejših javnih prodaj bank v Sloveniji. Nekaj mesecev pred tem je potekala tudi javna prodaja največje banke v Sloveniji – NLB. Zanimiva je primerjava cen delnic za obe banki, saj lahko sklepamo le, da je bila ali delnica NLB precenjena ali pa delnica Nove KBM podcenjena.

Ne glede na to, kako je bila cena postavljena, lahko rečemo, da je bila prodaja uspešna. Pritegnila je pozornost na prve javne prodaje in javnost navdušila za take izdaje delnic. S tem se je podjetjem odprla še ena možnost za dostop do svežega kapitala. Vsekakor bomo z več prodajami v Sloveniji pridobivali nove izkušnje tako glede postavitve cene kot glede izvedbe prodaje.

LITERATURA IN VIRI

1. Ariff, M., Prasad, D. & Vozikis, G.S. (2007). Are government-linked IPOs underpriced? A three country privatization effort comparison. *The International Entrepreneurship and Management Journal*, 3 (3), 293–307.
2. Boehmer, E., Nash, R.C. & Netter, J.M. (2005). Bank privatization in developing and developed countries: Cross-sectional evidence on the impact of economic and political factors. *Journal of Banking & Finance*, 29 (8–9), 1981–2013.
3. Choi, S., Lee, I. & Megginson, W. (2007). Do privatization IPOs outperform in the long-run? Najdeno 10. junija 2009 na spletni strani <http://www.kfma.org/asp/thesis/down%5C%EA%B8%B0%EC%A1%B4%EB%B0%9C%ED%91%9C%EB%85%BC%EB%ACB8%5Ca24.pdf>
4. Clarke, G.R.G., Cull, R. & Shirley, M.M. (2005). Bank privatization in developing countries: A summary of lessons and findings. *Journal of Banking & Finance*, 29 (8–9), 1905–1930.
5. Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (2000). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. (3rd ed.). New York: McKinsey & Company.
6. Delnice [Nove KBM d. d.]. Najdeno 17. julija 2009 na spletni strani <http://www.nkbm.si/content.aspx?docid=3341>
7. Jenkinson, T., Morrison, A.D. & Wilhelm, W.J.Jr. (2006). Why are European IPOs so rarely priced outside the indicative price range? *Journal of Financial Economics*, 80 (1), 185–209.
8. Kazalnik P/B. Najdeno 1. avgusta 2009 na spletni strani <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=465&sid=Tc8ruU07w7go6Pmw>
9. Kazalnik P/E. Najdeno 1. avgusta 2009 na spletni strani <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=461&sid=Tc8ruU07w7go6Pmw>
10. Kennedy, D.B., Sivakumar, R. & Vetzal, K.R. (2006). The implications of IPO underpricing for the firm and insiders: Test of asymmetric information theories. *Journal of Empirical Finance*, 13 (1), 49–78.

11. Megginson, W.L. (2005). The economics of bank privatization. *Journal of Banking & finance*, 29 (8-9), 1931–1980.
12. Nellis, S. & Elliott, G. (2007). *Nova Kreditna banka Maribor, Affluent Alpine Allure*. New York: Citigroup Global Markets Inc.
13. Nova Kreditna banka Maribor, d. d. (2007). Zaključno poročilo o izvedbi privatizacije Nove KBM, d. d. Maribor: Nova Kreditna banka Maribor, d. d.
14. Nova Kreditna banka Maribor, d. d. (2008). Zaključno poročilo o izvedbi privatizacije Nove KBM, d. d. (dopolnjeno končno poročilo). Maribor: Nova Kreditna banka Maribor, d. d.
15. Nova Ljubljanska banka, d. d. (2007). Letno poročilo podjetja Nova Ljubljanska banka, d. d. Ljubljana: Nova Ljubljanska banka, d. d.
16. *Obvestilo o delnicah Nove KBM s strani Centralne klirinško depotne družbe*. Najdeno 10. junija 2009 na spletni strani http://www.kdd.si/izdajatelj_in_clani/obvestila?snid=1166
17. *Poročilo o stanju na trgu finančnih instrumentov v letu 2007*. (2008). Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
18. *Posamezni program prodaje kapitalske naložbe Republike Slovenije, ki jo predstavljajo delnice Nove kreditne banke Maribor, d. d.* Najdeno 25. junija 2009 na spletni strani 193.2.236.95/dato3.nsf/OC/0705192207132/\$file/a120v4.doc
19. Praznik, B. (2004). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij*. Strokovna zbirka Slovenskega inštituta za revizijo, 3. zvezek. (1. izdaja). Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
20. *Prospekt za javno ponudbo novo izdanih delnic Nove Ljubljanske banke, d. d.* (2007) Ljubljana: Nova Ljubljanska banka d. d.
21. *Prospekt za ponudbo delnic Nove KBM, d. d. javnosti*. (2007). Maribor: Nova Kreditna Banka Maribor, d. d.
22. Ritter, J.R. & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations. *The Journal of Finance*, 57 (4), 1795–1828.
23. Valentinčič, A. (2007, 8. november). Nezanke ob prvi javni prodaji delnic NKBM. *Dnevnik*, str. 20.

24. Veselinovič, D. (2007, 14. december). Primer NKBM. *Delo*, str. 5.
25. Zakon o trgu vrednostnih papirjev. *Uradni list RS št. 56/1999* (1999, 13. julija).
26. Zawada, G. & Fonseca, P. (2007). *Nova KBM, Convergence growth with converged profitability*. London: Nomura International plc.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

<i>Priloga 1: Javni primarni trg v letih 1994–2007, brez izdaj vrednostnih papirjev Republike Slovenije in Banke Slovenije</i>	3
<i>Priloga 2: Lastniški delež v NKBM pred ponudbo delnic in po njej.....</i>	3
<i>Priloga 3: Knjigovodska vrednost delnice Nove KBM</i>	3
<i>Priloga 4: Število vplačil fizičnih oseb po starostnih razredih (v javni prodaji Nove KBM)</i>	4
<i>Priloga 5: Število vplačil nepoučenih investitorjev po zneskih (v javni prodaji delnic Nove KBM)</i>	4
<i>Priloga 6: Število vplačil nepoučenih investitorjev po področjih (v javni prodaji delnic Nove KBM)</i>	4

Priloga 1: Javni primarni trg v letih 1994–2007, brez izdaj vrednostnih papirjev Republike Slovenije in Banke Slovenije

	Bančni VP				VP drugih izdajateljjev				
	izdaja delnic		izdaje dolžniških VP		izdaja delnic		izdaje dolžniških VP		
Leto	Št.	Nom. vred.	Št.	Nom. vred.	Št.	Nom. vred.	Št.	Nom. vred.	Skupaj
1994	6	23,37	5	14,52	0	0	1	16,69	54,58
1995	5	2,64	7	18,82	3	1,55	2	2,93	25,94
1996	2	3,61	8	32,58	1	1,31	1	3,02	40,52
1997	0	0	5	34,06	2	1,35	1	4,17	39,58
1998	0	0	3	12,85	1	0,28	1	8,34	21,47
1999	0	0	3	13,84	1	3,25	3	11,29	28,38
2000	0	0	4	38,86	1	1,88	1	8,34	49,08
2001	0	0	1	8,99	0	0	0	0	8,99
2002	0	0	1	12,67	0	0	0	0	12,67
2003	0	0	1	16,81	0	0	0	0	16,81
2004	0	0	0	0	1	6,26	0	0	6,26
2005	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2006	0	0	0	0	4	19,97	0	0	19,97
2007*	3	0	0	0	6	0	0	0	0
Skupaj	16	29,62	38	204,00	20	35,85	10	54,78	324,25

Opombi: * Za leto 2007 ni prikaza nominalne vrednosti izdaje delnic, ker so te izdane kot kosovne delnice.

** Podatki do 31. 12. 2006 so preračunani po tečaju zamenjave 1 EUR = 239,640 SIT.

Vir 1: Poročilo o stanju na trgu finančnih instrumentov v letu 2007, str. 3–4, tabela 2.

Priloga 2: Lastniški delež v NKBM pred ponudbo delnic in po njej

Delničar	Pred ponudbo		Po ponudbi	
	Število navadnih delnic	% delniškega kapitala	Število navadnih delnic	% delniškega kapitala
Republika Slovenija	21.117.984	90,4	Najmanj 9.672.572	Najmanj 41,4
Kapitalska družba d.d.	1.120.000	4,8	1.120.000	4,8
Slovenska odškodninska družba d.d.	1.120.000	4,8	1.120.000	4,8
SKUPAJ	23.357.984	100	Najmanj 11.912.572	Najmanj 51,0

Vir 2: Nova Kreditna banka Maribor d.d., 2007a, str. 137.

Priloga 3: Knjigovodska vrednost delnice Nove KBM

Datum	Knjigovodska vrednost delnice
30. 9. 2007	12,79 EUR
30. 10. 2007	12,62 EUR
30. 11. 2007	12,47 EUR

Vir 3: Interni podatki v Novi KBM.

Priloga 4: Število vplačil fizičnih oseb po starostnih razredih (v javni prodaji Nove KBM)

starostni razred	Število vplačil	Skupno število vplačil
0 - 5	1.842	1.842
5 - 10	1.632	3.474
10 - 15	2.181	5.655
15 - 20	3.743	9.398
20 - 25	6.366	15.764
25 - 30	9.794	25.558
30 - 35	10.737	36.295
35 - 40	9.927	46.222
40 - 45	10.213	56.435
45 - 50	10.205	66.640
50 - 55	11.241	77.881
55 - 60	10.685	88.566
60 - 65	7.696	96.262
65 - 70	6.047	102.309
70 - 75	3.556	105.865
75 - 80	1.722	107.587
80 - 85	657	108.244
85 - 90	105	108.349
90 - 95	14	108.363
95 - 100	3	108.366

Vir 4: Nova Kreditna banka Maribor, 2008, str. 6.

Priloga 5: Število vplačil nepoučenih investitorjev po zneskih (v javni prodaji delnic Nove KBM)

Znesek (v EUR)	Število vplačil	Skupno število vplačil
0 - 5.000	80.941	80.941
5.001 - 10.000	13.266	94.207
10.001 - 15.000	3.725	97.942
15.001 - 20.000	2.808	100.750
20.001 - 25.000	1.311	102.061
25.001 - 30.000	1.295	103.356
30.001 - 35.000	410	103.766
35.001 - 40.000	671	104.437
40.001 - 45.000	232	104.669
45.001 - 50.000	4.958	109.627

Vir 5: Nova Kreditna banka Maribor, 2008, str. 6.

Priloga 6: Število vplačil nepoučenih investitorjev po področjih (v javni prodaji delnic Nove KBM)

področje	Število vplačil	Skupno število vplačil
ljubljsko	35.126	35.126
mariborsko	25.245	60.371
celjsko	8.775	69.146
kranjsko	9.136	78.282
novogoriško	11.105	89.387
koprsko	7.947	97.334
novomeško	8.607	105.941
murskosoboško	3.686	109.627

Vir 6: Nova Kreditna banka Maribor, 2008, str. 6.