

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
DEJAVNIKI ODLOČITVE ZA PREOBLIKOVANJE V JAVNO DELNIŠKO DRUŽBO

Ljubljana, junij 2009

META SIMČIČ

IZJAVA

Študentka Meta Simčič izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Dušana Mramorja, in da dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, 15. junij 2009

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 PRVA JAVNA PONUDBA	2
1.1 O prvi javni ponudbi	2
1.2 Postopek prve javne ponudbe	2
2 RAZLIKE MED JAVNO IN NEJAVNO DELNIŠKO DRUŽBO	3
3 DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA ODLOČITEV O PRVI JAVNI PONUDBI	4
3.1 Značilnosti podjetja	4
3.2 Zbiranje sredstev	5
3.3 Lastništvo in vladanje podjetju	6
3.3.1 Vpliv lastništva države	7
3.3.2 Vpliv lastništva skladov zasebnega kapitala	8
3.4 Spodbuja prevzeme in združitve	9
3.5 Strateška odločitev	10
3.6 Zunanji dejavniki	10
3.6.1 Vpliv trenutne finančne krize	12
3.7 Pomisleki pri odločitvi	13
3.7.1 Razkritje informacij	13
3.7.2 Stroški prve javne ponudbe	14
3.7.3 Odnosi z investitorji	14
4 PRVA JAVNA PONUDBA NKBM	15
4.1 O Novi kreditni banki Maribor, d. d.	15
4.2 Privatizacija NKBM in njeni cilji	15
4.3 Prednosti in slabosti strateškega vlagatelja	16
4.3.1 Prednosti	16
4.3.2 Slabosti	16
4.4 Prednosti in slabosti prve javne prodaje	17
4.4.1 Prednosti	17
4.4.2 Slabosti	17
4.5 Odločitev za prvo javno ponudbo	18
4.6 Analiza prve javne prodaje NKBM	18
SKLEP	20
LITERATURA IN VIRI	21

UVOD

Prva javna ponudba je eden od pomembnih korakov v življenjskem ciklu podjetja. V procesu prve javne ponudbe delnic se pojavljajo številna vprašanja: kdaj naj podjetje proda svoje prve delnice na organiziranem trgu; katero investicijsko banko naj izbere, da bo odkupila njihove delnice in jih prodala naprej; kakšno ceno naj postavi, da ne bo niti previsoka niti prenizka. Pred vsemi temi vprašanji pa se morajo lastniki vprašati, ali naj se sploh odločijo za ta korak ali pa je bolje ostati v zasebni lasti.

V obširni literaturi o prvi javni ponudbi se pojavlja več dejavnikov, ki vplivajo na odločitev lastnikov za IPO in ne za katero drugo obliko pridobivanja sredstev. Prva javna ponudba je lahko zgolj korak v razvoju, ki podjetju prinese večji ugled in prepoznavnost. Poleg tega z izdajo novih lastniških vrednostnih papirjev podjetje dobi nova sredstva za rast in razvoj. Podjetnik ali skupina lastnikov se lahko odloči za izstop iz podjetja in to stori prek prve javne ponudbe. Nekatera podjetja se za ta korak odločijo, ker želijo slediti svojim konkurentom, ki že kotirajo na borznem trgu.

Nova kreditna banka Maribor, d. d., je v Sloveniji izvedla prvo večjo javno ponudbo delnic. Republika Slovenija se je za njeno privatizacijo prek prve javne ponudbe odločila, ker je ta možnost najbolje zadostila vsem ciljem, ki so si jih postavili: vzpostavitev lastniške strukture, ki zagotavlja učinkovito upravljanje, konkurenčnost in razvoj podjetja; transparentnost transakcij ter upoštevanje interesov in pravic vseh delničarjev; doseganje najvišje možne prodajne cene in pozitiven vpliv na razvoj kapitalskih trgov.

V svojem diplomskem delu nameravam raziskati dejavnike, ki vplivajo na odločitev za prvo javno ponudbo, pri čemer si bom pomagala z literaturo. Poleg tega nameravam razčleniti dejavnike, ki so vplivali na odločitev Nove kreditne banke Maribor, d. d., oziroma njenega lastnika Republike Slovenije, da bodo izvedli prvo javno ponudbo, in analizirati izvedbo te prve javne ponudbe.

Diplomsko delo je razdeljeno na štiri poglavja. V prvem so na kratko opisane značilnosti prvih javnih ponudb in postopek njihove izvedbe, v drugem so analizirane razlike med javno in nejavno delniško družbo. Tretje poglavje obravnava dejavnike, ki vplivajo na odločitev, in sicer značilnosti podjetja in države, kjer namerava podjetje kotirati, zbiranje sredstev, vpliv lastništva na odločitev, vpliv prevzemov in združitvev, vplive zunanjih dejavnikov in pomisleke, ki se pojavljajo pri tej odločitvi. V četrtem poglavju so predstavljene Nova kreditna banka Maribor, d. d., in njena odločitev za prvo javno ponudbo v primerjavi z izbiro strateškega partnerja ter analize te konkretne javne ponudbe. Na koncu diplomskega dela je sklep.

1 PRVA JAVNA PONUDBA

1.1 O prvi javni ponudbi

Prva javna ponudba (IPO) je proces, v katerem podjetje prvič ponudi svoje delnice širšemu krogu investitorjev, kar privede do uvrstitve delnic na borzo. Podjetje lahko v procesu IPO ponudi:

- že obstoječe delnice, pri čemer zbrana sredstva dobijo prvotni lastniki,
- nove delnice, pri čemer izvede dokapitalizacijo, zbrana sredstva pa dobi podjetje, torej se poveča kapital podjetja v bilanci stanja.

Večinoma gre za kombinacijo obeh možnosti, torej lastniki prodajo del svojih delnic, poleg tega pa podjetje izda nove delnice (Jenkinson & Ljungqvist, 2001, str. 3).

Geddes (2003, str. 1) navaja tri zainteresirane stranke v procesu prve javne ponudbe: podjetje, potencialne investitorje, če se ponudijo že obstoječe delnice, pa tudi prodajalca, to je trenutnega lastnika. Vsaka od teh strank ima svoje cilje, ki se dopolnjujejo.

Glavni cilji podjetja so:

- maksimirati dohodke od prodaje,
- vzpostaviti široko in stabilno lastniško strukturo,
- povečati svoj ugled,
- omogočiti zbiranje sredstev in potencialne prevzeme,
- zagotoviti dobro likvidnost pri borznem trgovanju,
- uspešno izpeljati proces IPO.

Glavni cilji investitorjev so:

- maksimirati kratkoročno in dolgoročno donosnost delnice,
- razširiti in razpršiti svoj portfelj,
- izkoristiti priložnost, ki je na sekundarnem trgu skoraj ni.

Ko podjetje ni prodajalec delnic, so to največkrat ustanovitelji podjetja, izstop sklada tveganega kapitala, starševsko podjetje, ki prodaja podružnico, ali pa je lastnik država in gre za privatizacijo. V tem primeru so cilji prodajalcev:

- maksimirati prihodke od prodaje,
- maksimirati vrednost obdržanega deleža,
- biti del uspešno izvedene transakcije.

1.2 Postopek prve javne ponudbe

Veselinovič (1995, str. 150–154) navaja osem pomembnejših faz javne izdaje vrednostnih papirjev:

1. Izbira in pomoč ustreznih strokovnjakov.

Podjetje se mora pri izvedbi javne ponudbe posvetovati s strokovnjaki za finance, računovodstvo, pravo, borzno posredovanje in trženje.

2. Izbira pravega trenutka za prodajo.

Podjetje, ki se odloči za javno ponudbo delnic, mora natančno poznati stopnjo svojega razvoja. Biti mora finančno zdravo, imeti mora stabilno poslovanje in ugled na trgu, zelo pomembna je jasna strategija razvoja podjetja. Potencialni investitorji bodo povpraševali po delnicah podjetja na podlagi preteklih rezultatov in ugodnih pričakovanj.

3. Določitev velikosti in drugih značilnosti izdaje delnic.

Podjetje se odloči za izdajo tistih vrst delnic, ki so najbližje interesom sedanjih lastnikov podjetja. Vrednost celotne izdaje je odvisna od sredstev, ki jih želi podjetje pridobiti.

4. Oblikovanje in izdaja delnic.

5. Prospekt.

Da bi pridobil dovoljenje za javno ponudbo, mora izdajatelj predložiti tudi prospekt za javno ponudbo, ki vsebuje podatke o podjetju in izdaji vrednostnih papirjev. Prospekt investitorju omogoča vpogled v pravni in finančni položaj podjetja ter v pravice, ki izhajajo iz tega vrednostnega papirja.

6. Določitev vpisne cene delnic.

Pri izbiri cene je potrebna previdnost, saj prenizko postavljena cena pomeni, da je treba prodati več delnic, da bi dobili želena denarna sredstva. To lahko privede do neugodne porazdelitve lastništva oziroma kontrole nad podjetjem za sedanje lastnike. Če je cena previsoka, lahko del delnic ostane neprodanih, kar lahko štejemo za neuspešno prodajo.

7. Vpisovanje in vplačevanje primarne izdaje.

Vpisovanje poteka pri borznoposredniških družbah ali bankah, vplačevanje pa poteka le pri bankah.

8. Publiciteta in oglaševanje.

Podjetje bi moralo za potencialne investitorje, investicijske svetovalne in analitike pripraviti tudi predstavitve. Če v javnosti poznajo podjetje, se poveča verjetnost uspešnosti javne prodaje.

2 RAZLIKE MED JAVNO IN NEJAVNO DELNIŠKO DRUŽBO

Ko podjetje izvede prvo javno ponudbo delnic, postane javna delniška družba. To prinese javno trgovanje z delnicami na organiziranem trgu, javno vladanje podjetju, razpršeno lastništvo in nadzor. Nejavna delniška družba pa po drugi strani deluje brez javnega trgovanja delnic in s skoncentriranim lastništvom in nadzorom (Boot, Gopalan & Thakor, 2006, str. 803).

Med javno in nejavno delniško družbo so tri bistvene razlike (Chemmanur & Fulghieri, 1999, str. 2).

- Lastništvo delnic je bolj razpršeno. Javna delniška družba dobi želen kapital s prodajo delnic velikemu številu vlagateljev, medtem ko pri nejavni delniški družbi večino zunanjih sredstev priskrbi en velik vlagatelj – sklad tveganega kapitala ali pa poslovni angel.
- O tem, da je projekt vreden investicije, je treba pri javni delniški družbi prepričati večji krog vlagateljev kot pri zasebnem podjetju.
- Cena delnice je javna.

Boot et al. (2006, str. 803) pa vidijo dve bistveni razliki: likvidnost investorjev in razporeditev nadzora med menedžerji in lastniki, ki ga določa vladanje podjetjem. Ti dve značilnosti sta med seboj povezani. Ko je likvidnost delnice dobra, so transakcijski stroški za investitorja manjši. Če gre podjetju slabše, pa likvidnost investitorju omogoča prodajo svojega deleža pri majhnih transakcijskih stroških, namesto da nosi breme stroškov nadzora in zahteva izboljšanje v donosih iz poslovanja (Draho, 2004, str. 86). Zato lahko večja likvidnost prinese bolj spreminjajočo se lastniško strukturo, kar pomeni slabši nadzora nad podjetjem.

3 DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA ODLOČITEV O PRVI JAVNI PONUDBI

3.1 Značilnosti podjetja

Eden od pomembnih dejavnikov, ki vplivajo na odločitev o prvi javni ponudbi, je podjetje oziroma njegove značilnosti. Podjetja se razlikujejo po velikosti, starosti, panogi, v kateri delujejo, prav tako pa je pomembno tudi, kje ima podjetje sedež – v bolj lastniško naklonjenih državah (npr. Združene države Amerike) ali dolžniško naklonjenih državah (npr. države celinske Evrope).

Pagano, Panetta in Zigaes (1998) so izvedli raziskavo, v kateri so preizkušali dejavnike, ki vplivajo na odločitev, da podjetje postane javna delniška družba. Primerjali so podatke italijanskih nejavnih delniških družb s tistimi, ki so javne. Ugotovili so, da na to odločitev vpliva velikost podjetja. Večja podjetja se namreč rajši odločajo za prvo javno ponudbo kot manjša.

Njihova raziskava je pokazala tudi, da se podjetja in njihove odločitve za IPO razlikujejo glede na panogo, v kateri delujejo, in državo, kjer imajo sedež. Tako je v Italiji tipično podjetje 8-krat večje in 6-krat starejše kot v Združenih državah Amerike. Ker so stroški uvrstitve na borzo približno enaki v obeh državah, razlog vidijo predvsem v dejstvu, da so v Italiji manjšinski investitorji slabše zaščiteni kot v Združenih državah, zato mlajša in manjša

podjetja težje pridobijo zaupanje investorjev. Prav zaradi tega so države celinske Evrope bolj naklonjene dolžniškemu virom financiranja in so bolj bančno usmerjene, medtem ko so Združene države Amerike in Velika Britanija bolj naklonjene lastniškemu virom financiranja in so bolj tržno usmerjene.

Tudi Chemmanur, He in Nandy (2007, str. 5) so v svoji raziskavi potrdili, da se večja podjetja in tista, ki imajo večjo prodajo, rajši odločajo za prvo javno ponudbo. Poleg tega pa so ugotovili, da je večja verjetnost, da se bodo podjetja odločila za prvo javno ponudbo, če so bolj produktivna kot njihova primerljiva podjetja (peers) v panogi, če imajo večji tržni delež in če imajo projekte, ki jih zunanji opazovalci lažje ocenijo.

3.2 Zbiranje sredstev

Če gre pri IPO za prodajo novo izdanih delnic, podjetje dobi nova sredstva. Uporabijo se lahko za širjenje poslovanja, za zmanjšanje zadolženosti podjetja oziroma za zmanjšanje stroškov kapitala.

Da stroški kapitala vplivajo na odločitev podjetja za preoblikovanje v javno delniško družbo, kažeta dve teoriji. Prva je teorija glavnega toka (trade-off theory). Po tej teoriji bo podjetje izdalo delnice javnosti, ko bo nov lastniški kapital zmanjšal stroške kapitala in s tem povečal vrednost podjetja (Modigliani & Miller, 1963).

Druga teorija je teorija vrstnega reda (pecking order theory). Predpostavlja, da podjetja dajejo prednost tistim virom financiranja, ki jih je lažje zagotoviti. Vrstni red financiranja naj bi bil tak: najprej naj podjetje izkoristi notranje vire (zadržane dobičke). Ko teh zmanjka, naj izrabi zunanje vire financiranja – najprej netvegani dolg, potem tvegani dolg, šele v skrajnem primeru pa izda nov lastniški kapital (Myers, 1984, str. 581).

Podjetje v določeni fazi razvoja ne more več financirati svojih projektov s svežim kapitalom lastnikov. Razlog je v tem, da večino podjetij ustanovi posameznik ali skupina posameznikov, ki preprosto nimajo neomejenih sredstev, s katerimi bi podpirali rast podjetja. Tako podjetje ima več možnosti. Chemmanur in Fulghieri (1999, str. 1) ločita dve glavni možnosti: podjetje lahko poišče pomoč večjega zunanjega vlagatelja ali pa se odloči za prodajo delnic v procesu prve javne ponudbe širši javnosti. Poleg tega se podjetje lahko dodatno zadolži, kar pa lahko postane zelo draga in tvegana izbira.

Pri iskanju zunanjega vlagatelja obstajata dve alternativni: podjetju lahko sredstva zagotovijo tako imenovani poslovni angeli, lahko pa se obrne na enega izmed skladov tveganega kapitala (venture capital fund). Za manjša podjetja, ki so še na začetku svoje poti, je najprimernejše, da najdejo poslovnega angela ali manjšo skupino poslovnih angelov, ki bi bili pripravljeni investirati v podjetje. V zameno za svojo naložbo dobijo delež v podjetju, lahko pa tudi sedež v upravnem odboru. Prednost vlaganja poslovnih angelov v podjetje je, da poleg potrebnega

svežega kapitala podjetju prinesejo tudi svoje izkušnje in poznanstva v panogi (Brigham & Daves, 2004, str. 589).

Podjetje je lahko po drugi strani že preveliko, da bi bila investicija posameznega angela dovolj velika za njegovo rast. V takem primeru se bo podjetje obrnilo na sklad tveganega kapitala. Menedžerji takšnega sklada (venture capitalists, VCs) imajo znanja in izkušnje v točno določeni panogi, v katero sklad vlaga (Brigham & Daves, 2004, str. 589).

Alternativa zunanjim zasebnim vlagateljem je, da podjetje nov kapital poišče pri širšem krogu investorjev. Postopek, v katerem podjetje postane javna delniška družba, je lahko zelo drag, kompleksen in lahko vzame veliko časa. Zato mora podjetje, preden se odloči za ta korak, dobro pretehtati vse dejavnike, ki bodo vplivali na odločitev.

Ko podjetje izda nove delnice, oblikuje in poveča potrebno kapitalsko osnovo podjetja, kar mu v prihodnosti omogoča, da zbira lastniški ali dolžniški kapital ob ugodnejših pogojih in da ima več alternativ za nadaljnje financiranje.

Brau, Francis in Kohers (2003, str. 583) kot alternativni dostop do trga kapitala navajajo še prevzem. Namesto da podjetje izvede prvo javno ponudbo, se lahko strinja, da ga prevzame drugo podjetje, s katerim se trguje na organiziranem trgu.

3.3 Lastništvo in vladanje podjetju

Podjetniki, ki so ustanovili lastno podjetje, imajo svoje premoženje navadno zgoščeno v tem podjetju in so tako izpostavljeni s celotnim premoženjem. Eden od načinov, da razpršijo svoje premoženje, poleg tega pa se izplačajo po najboljši ceni, je tudi prva javna ponudba.

Zingales (1995, str. 426) ugotavlja, da je dejstvo, da podjetje postane javna delniška družba, rezultat odločitve maksimiranja vrednosti prvotnega lastnika, ki namerava prodati svoje podjetje. Pravice v podjetju razdeli na pravice do denarnega toka (cash-flow rights) in kontrolne pravice v podjetju (control rights). Pravice do denarnega toka imajo vsi delničarji podjetja, in sicer sorazmerno s svojim deležem v podjetju. Kontrolne pravice imajo samo delničarji, ki imajo kontrolni delež, zato je razumljivo, da po teh dveh sklopih pravic povprašujejo različni investitorji.

Zingales zato meni, da je za prodajo pravic do denarnega toka najboljši mehanizem prva javna ponudba, kontrolne pravice pa naj podjetnik proda v neposrednih pogajanjih. Tako naj bi bila prva javna ponudba prvi korak v prodaji podjetja, ki bi se končala s prevzemom po privlačni ceni.

Tudi Mello in Parsons (1997, str. 80) sta mnenja, da je najbolje, da se podjetje proda v dveh delih. Predmet njune analize pa je v nasprotju z Zingalesom, ki izpostavlja trenutnega

lastnika, prihodnja lastniška struktura. Menita, da se lahko zbrani prihodki od prodaje podjetja maksimirajo samo tako, da imajo prvotni lastniki v mislih prihodnjo lastniško strukturo.

V svojem modelu tako kot Zingales predpostavljata, da obstajata dve vrsti vlagateljev. Prvi so mali in pasivni vlagatelji, drugi pa veliki in aktivni vlagatelji. Slednji so ključni v njunem modelu, saj izvajajo nadzor, kar vpliva na vrednost vseh delnic. Prva javna ponudba je prvi korak v prodaji podjetja, in sicer malim in pasivnim vlagateljem, ni pa dober način za prodajo obvladujočega deleža, zato naj bi se ta prodal aktivnim vlagateljem po koncu prve javne ponudbe. V modelu pokažeta, da favoriziranje vlagateljev, ki se zanimajo za nakup kontrolnega deleža v podjetju, ugodno vpliva na vse delničarje, saj zagotavlja učinkovito lastniško strukturo in poveča tržno vrednost podjetja.

Prek vladanja podjetju lastniki nadzirajo vodstvo podjetja. Ta nadzor se izvaja na različne načine: z omejitvami glede strukture upravnega odbora v enotirnem sistemu oziroma nadzornega sveta v dvotirnem sistemu upravljanja, s potrditvijo verodostojnosti informacij, z zahtevami, da določene odločitve potrdi nadzorni svet, in z glasovalnimi pravicami delničarjev (Boot et al., 2006, str. 804).

Podjetnik, ki je hkrati lastnik in menedžer v podjetju, se lahko zaradi izgube popolnega nadzora nad svojimi odločitvami ne odloči za prvo javno ponudbo delnic. Po drugi strani pa ga lahko grožnja, da bo izgubil nadzor oziroma zasebne koristi, ki mu jih nadzor prinaša, motivirajo, da ima pri prodaji deleža podjetja v mislih lastniško strukturo, ki mu bo še vedno omogočala nadzor (Draho, 2004, str. 82).

Boot et al. so z modelom ugotovili, da je odločitev o lastništvu odvisna od doslednosti javnega vladanja. Če je vladanje zelo popustljivo in dovoljuje visoko stopnjo neodvisnosti menedžerjev, investitorji za to neodvisnost zahtevajo prevelike donose, torej je podjetnik bolj naklonjen temu, da podjetje ostane nejavna delniška družba. Tudi če je vladanje zelo dosledno in menedžerju ne dovoljuje skoraj nobene neodvisnosti, podjetje raje ostane nejavna delniška družba. Če je doslednost nekje vmes, se podjetje odloči za javno delniško družbo.

3.3.1 Vpliv lastništva države

Prva javna ponudba delnic omogoča tudi učinkovito privatizacijo podjetja in delni ali celotni izstop države iz lastništva podjetja. V primeru privatizacije, ko prek IPO država prodaja svoje premoženje, so lahko poleg drugih ciljev lastnikov vključeni tudi politični cilji. Geddes (2003, str. 21) tako navaja naslednje cilje vlade:

- zbiranje sredstev za državno blagajno,
- menedžmentu in zaposlenim v podjetju vsiliti pravila zasebnega trga in s tem povečati učinkovitost in kakovost storitev,
- pospeševati delovanje trga kapitala,
- pridobivati glasove volivcev (čeprav se ta razlog uradno ne navaja).

Zbiranje sredstev za državno blagajno prek prve javne ponudbe je politično poceni način pridobivanja sredstev, saj ne vključuje povečanja davkov ali ukinitve katerega od načrtovanih projektov oziroma programov. Na večje število privatizacij državnih podjetij lahko vpliva tudi sprememba miselnosti o vlogi države v gospodarstvu. Takšna sprememba povzroči privatizacijo, katere cilj sta manjše vmešavanje politike v gospodarstvo in večja tekmovalnost med podjetji v zasebnem sektorju (Draho, 2004, str. 125).

Podjetja v državni lasti so velikokrat slabo vodena in neučinkovita, ker ni strahu, da bi propadla. Zato se država lahko odloči za privatizacijo, s čimer podjetju vsili disciplino zasebnega trga. Hkrati s to odločitvijo promovira ekonomsko učinkovitost, s tem pa pospešuje razvoj trga. Na celotno število prvih javnih ponudb neposredno vpliva privatizacija, saj predstavlja velik odstotek v celotnem obsegu prvih javnih ponudb, tako po številu kot v celotnem iztržku. Posredno pa privatizacija vpliva tudi na odločitev nejavnih delniških družb za prvo javno ponudbo – vpliva torej na razvoj celotnega borznega trga (Draho, 2004, str. 125–126).

3.3.2 Vpliv lastništva skladov zasebnega kapitala

Sklad tveganega kapitala lahko iz svoje investicije v portfeljsko podjetje izstopi na več načinov. Najbolj zaželen način izstopa je prva javna ponudba. Sklad ima možnost, da svoj delež proda v procesu IPO, lahko se odloči, da bo s prodajo počakal ali pa da bo v prvi javni ponudbi prodal le del svoje naložbe. Če se predsednik uprave sklada (general partner) odloči, da deleža v podjetju ne prodal, temveč ga bo raje razdelil med investitorje v sklad tveganega kapitala (limited partners), se odločitev o prodaji prenese na vsakega posameznega investitorja. Druga možnost je, da sklad delnice čez nekaj mesecev ali celo let proda na borzi (Draho, 2004, str. 90). Za izstop prek prve javne ponudbe se šteje izstop v času izvedbe IPO in tudi prodaja delnic na borzi (Cumming & MacIntosh, 2002, str. 6).

Prva javna ponudba ni edini način izstopa sklada tveganega kapitala iz podjetja. Druga možnost je prevzem (acquisition) celotnega portfeljskega podjetja. Prevzame ga tretja oseba, navadno podjetje, ki se ukvarja z enako dejavnostjo kot prevzemna tarča, ali pa drug sklad tveganega kapitala.

Tretja možnost je druga prodaja (secondary sale), pri čemer sklad proda svoj delež drugemu podjetju ali skladu. Četrta možnost je ponovni odkup delnic (buy-back). V tem primeru se podjetnik oziroma prvotni lastnik podjetja navadno s pogodbo zaveže, da bo ob izstopu sklada spet odkupil delnice. Zadnja možnost je odpis (write-off), pri katerem sklad odstopi od svoje investicije, kar se navadno zgodi ob stečaju podjetja (Cumming & MacIntosh, 2002, str. 6–7).

3.4 Spodbuja prevzeme in združitve

Prva javna ponudba daje podjetju možnost za združitve in pridobitve tržnih deležev z zamenjavo delnic. Če se z delnicami podjetja trguje po določeni tržni ceni, je to pozitivno, kadar je podjetje tarča prevzema, pa tudi ko z zamenjavo delnic namerava prevzeti drugo podjetje.

Brau in Fawcett (2006, str. 406–409) sta izvedla raziskavo, v kateri sta z anketiranjem 336 finančnih direktorjev (CFOs) podjetij primerjala teorijo in prakso pri pomembnih vprašanjih v okviru prve javne ponudbe. Eno od raziskovalnih področij je bila tudi motivacija za prvo javno ponudbo. V svoj vzorec sta vključila 37 podjetij, ki so hotela izvesti prvo javno ponudbo, pa so si premislila, 87 podjetij, ki so uspešno končala postopek, in 212 podjetij, ki bi bila po velikosti primerna za prvo javno ponudbo, pa se za to še niso odločila. Pri odgovorih so izbirali na lestvici od 1 do 5, pri čemer je 1 pomenila odgovor sploh ni pomembno, 5 pa odgovor zelo pomembno.

Rezultati njune raziskave so predstavljeni v tabeli 1. Ugotovila sta, da prva najvišje ocenjena motivatorja – ustvariti delnice za uporabo v prihodnjih prevzemih in vzpostaviti tržno ceno/vrednost podjetja, podpirata trditve, da je prva javna ponudba priprava na morebitne prevzemne aktivnosti.

Tabela 1: Pomembnost motivatorjev za prvo javno ponudbo

Motivatorji za IPO	Mediana	% 4–5
ustvariti javne delnice za uporabo v prihodnjih prevzemih	3,56	59,41
vzpostaviti tržno ceno/vrednost podjetja	3,39	51,17
povečati ugled podjetja	3,27	49,11
minimizirati stroške kapitala	3,12	42,51
razširiti bazo lastnikov	3,11	45,89
dovoliti, da en ali več lastnikov razprši svoje premoženje	2,99	44,11
privabiti pozornost analitikov	2,71	29,76
dovoliti, da se sklad tveganega kapitala izplača	2,54	32,15
podjetju zmanjka zasebnega kapitala	2,50	27,55
dolg postaja predrag	2,11	14,29

Vir: Brau & Fawcett, *Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice*, 2006, str. 407

3.5 Strateška odločitev

Podjetja delujejo v zelo tekmovalnem okolju, zato morajo pri odločitvi za prvo javno ponudbo upoštevati, kako bo to vplivalo na njihov položaj v primerjavi s konkurenti. Za ta korak se bodo odločili samo, če bo kotacija na borzi izboljšala ali vsaj ohranila njihov trenutni položaj glede na konkurente.

V visoko tehnoloških panogah je posebno izrazita tekmovalna dinamika. Podjetje, ki se prvo uvrsti na borzno kotacijo, lahko pridobi številne strateške prednosti pred konkurenti v istem segmentu trga (Stoughton, Wong, Zechner, 2001, str. 376).

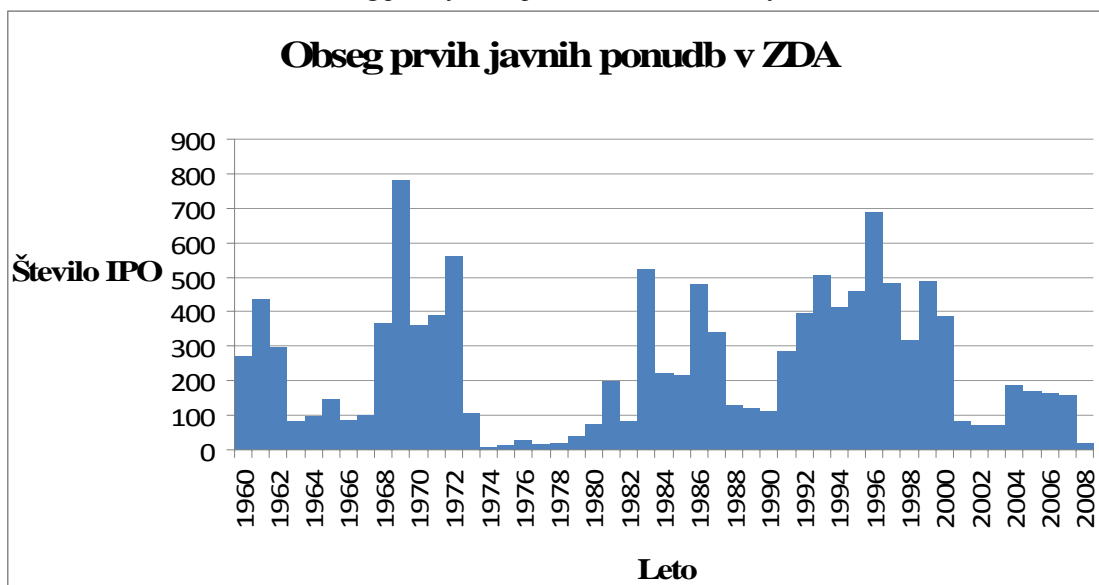
Nejavna delniška družba ima svojo bazo strank, dobaviteljev in strateških partnerjev. Ko podjetje postane javna delniška družba, se mu povečata ugled in vidnosti pri strankah in poslovnih partnerjih ter tudi pri konkurenci in potencialnih novih partnerjih. Prva javna ponudba lahko s povečanjem prepoznavnosti podjetja poskrbi tudi za nova strateška partnerstva.

Dober ugled lahko poveča dobičkonosnost podjetja prek dveh kanalov. Zaradi večje prepoznavnosti se poveča tržni delež podjetja, s čimer se poveča prodaja, s tem pa tudi dobiček. Druga možnost, ki jo podjetje lahko izkoristi zaradi večjega ugleda, je možnost povišanja cen proizvodov (Draho, 2004, str. 64–75).

3.6 Zunanji dejavniki

Vsi opisani dejavniki so osredotočeni na podjetje, vendar pa je odločitev o prvi javni ponudbi odvisna tudi od razmer na trgu. Podjetje se za IPO lažje odloči, če so razmere za to ugodne. Podatke na sliki 1 je za 60. leta in zgodnja 70. leta zbral Roger Ibbotsen, od takrat pa bazo podatkov posodablja profesor Jay Ritter.

Slika 1: Obseg prvih javnih ponudb v ZDA v obdobju od 1960 do 2008



Vir: Jay Ritter, 2009

Iz grafa je razvidna velika volatilitnost števila prvih javnih ponudb po posameznem letu, saj je v določenem obdobju dejavnost na področju IPO zelo velika, medtem ko je v nekaterih obdobjih skoraj ni. Poleg tega pa je iz grafa razvidno, da ni »normalnega« obsega IPO, ampak je zelo velik in nekaj časa ostane na taki ravni, ali pa zelo majhen, kar tudi lahko traja nekaj let. Vidno je torej nihanje med vročim in hladnim trgom.

Obdobjem velikega števila prvih javnih ponudb pravimo vroči trg (hot market). Zanj je značilna podcenjenost. Pogosto se tudi zgodi, da investitorji preplačajo vrednost prve javne ponudbe. Nasprotno pa je za hladen trg (cold market) značilno, da je prvih javnih ponudb malo, manj je podcenjenosti in investitorji le redko vplačajo preveč sredstev (Helwege, Liang, 2002, str. 3).

Na makro ravni trendi v obsegu prvih javnih ponudb dokaj dosledno sledijo gospodarskemu ciklu. Vroči trg prvih javnih ponudb v 80. in 90. letih se ujema z obdobji močne gospodarske rasti in višanja cen na borzi. Hladni trg je prevladoval v 70. letih, ko je prišlo do ponudbenih šokov in naftnih kriz. Upad obsega IPO v začetku 90. let prav tako sovпада s kratko recesijo v letih 1990 in 1991 (Samuelson, Nordhaus, 2002, str. 386) in v začetku 21. stoletja, ko je prišlo do poka internetnega balona (Draho, 2004, str. 12).

Poleg makro razmer na odločitev podjetja za IPO vpliva tudi dogajanje v panogi. Agregatni obseg prvih javnih ponudb je lahko posledica panožnih vročih trgov. Tako je v 90. letih prišlo do vročega trga internetne panoge. Nekatere teorije predvidevajo, da pride do tako imenovanih skupin (clusters) podjetij iz iste panoge. V panogi naj bi prišlo do tehnološke inovacije ali pa do produktivnega napredka, kar povzroči, da se podjetja iz iste panoge hkrati odločijo za prvo javno ponudbo.

Do vročega trga internetnih in sorodnih podjetij je prišlo od maja 1999 do marca 2000, ko je bil delež prvih javnih ponudb iz te panoge glede na celotni segment IPO trga zelo velik. Helwege in Liang (2002, str. 16–19) sta ugotovila, da je bila koncentracija podjetij iz te panoge prav tako velika v obdobju hladnega trga konec leta 1998. Sklepala sta, da se cikel podjetniških idej in tehnološkega napredka ne ujema s ciklom vročega in toplega trga. Ko se vroči trg konča, je namreč še veliko podjetij, ki rabijo nova sredstva.

Taka podjetja imajo na voljo dve možnosti. Lahko se odločijo, da prve javne ponudbe ne bodo izpeljala, saj bi morala delnice prodati po nižji ceni, kot so predvidevala, torej bi dobila manj sredstev. Hladen trg spremljajo tudi slabše gospodarske razmere, kar lahko za podjetje pomeni zmanjšanje nekaterih investicij in s tem zmanjšanje potreb po novih sredstvih (Madura, 2006, str. 135). Druga možnost je, da vseeno izvedejo prvo javno ponudbo.

Helwege in Liang (2002, str. 19) sta raziskala, kako so vroči in hladni trgi v neki panogi povezani s cikli vročih in hladnih trgov na splošno. Ugotovila sta, da pride do pojava vročega trga v eni panogi hkrati z vročimi trgi v drugih panogah.

3.6.1 Vpliv trenutne finančne krize

Trenutne gospodarske razmere niso posebno ugodne za podjetja, ki želijo svež kapital. Nestabilnost trga, slabo stanje trga nepremičnin v Ameriki in kriza na kreditnih trgih so pripomogli k zelo slabim razmeram za pridobivanje sredstev pri bankah in na trgu kapitala.

Financial Times je v začetku januarja za mnenje o stanju na trgu prvih javnih ponudb vprašal analitika iz Hoover's, ki se ukvarja z analizami IPO, in odgovor je bil: »Nobenega smisla ni, niti za majhno niti za veliko podjetje, da bi se v teh razmerah na trgu odločilo za prvo javno ponudbo v bližnji prihodnosti. In tudi ko se bodo razmere na borznem trgu izboljšale, bo trajalo precej časa, preden se bo pobral tudi trg prvih javnih ponudb.«

Veliko podjetij, ki so nameravala izvesti IPO, je to namero umaknilo. Velik problem trenutne krize je strah. Investitorji so v zadnjem letu in pol utrpeli številne izgube, zato so izredno pazljivi, da ne bodo izgubili še več denarja, to pa zelo negativno vpliva na trg prvih javnih ponudb (Gangajar, Bintliff & Wood, 2009).

Nemška borza je v sodelovanju s profesorjem Christophom Kasererjem iz Centra za podjetniške in finančne raziskave (Center for Entrepreneurial and Financial Studies) v Münchnu razvila kazalnik razpoloženja na trgu prvih javnih ponudb. Vsako četrtoletje anketirajo konzorcij bank, aktivne vlagatelje in izdajalce vrednostnih papirjev ter jim postavijo pet vprašanj, na podlagi katerih izračunajo vzdušje za IPO (IPO climate) za vsak segment vprašanih. Te segmentne kazalnike seštejejo in tako ugotovijo, kakšno je vzdušje za IPO v Nemčiji.

Kot je razvidno iz tabele 2, je bilo vzdušje na segmentu prvih javnih ponudb v Nemčiji od jeseni 2005 do jeseni 2007 dokaj stabilno, od poletja 2007 pa se je v vsakem četrtnem letu poslabšalo. K temu je najbolj pripomogla kriza na ameriškem hipotekarnem trgu, ki se je jeseni 2008 razširila na celoten finančni sektor.

Poročilo za pomlad 2009 je pokazalo, da se je vzdušje precej izboljšalo glede na zimo 2008/2009. Segment prvih javnih ponudb še vedno ostaja pod vplivom gospodarsko-finančne krize, vendar se zdi, da je prišlo do obrata v razpoloženju, čeprav okrevanja tega segmenta še ne vidijo.

Tabela 2: Kazalnik vzdušja na trgu IPO od septembra 2005 do marca 2009 v Nemčiji

Četrtnetije	vzdušje za IPO
mar. 09	28,14
dec. 08	27,18
sep. 08	27,36
jun. 08	30,6
mar. 08	30,02
dec. 07	33,81
sep. 07	34,13
jun. 07	35,66
mar. 07	36,75
dec. 06	37,46
sep. 06	35,98
jun. 06	34,4
mar. 06	36,98
dec. 05	35,91
sep. 05	35,95

Vir: Frankfurtska borza, 2009

3.7 Pomisleki pri odločitvi

3.7.1 Razkritje informacij

S prvo javno ponudbo delnic mora podjetje razkriti številne podatke in informacije, ki so ključni za investitorje in jih je prej kot nejavna delniška družba lahko obdržalo zase. Ne gre samo za poročanje o poslovanju podjetja, ampak tudi za plače in bonitete, ki jih dobijo menedžerji, ter kolikšen lastniški delež v podjetju imajo menedžerji (Geddes, 2003, str. 26). Razkritje operativnih podatkov lahko pomaga konkurentom podjetja.

Javna delniška družba, s katero se trguje na organiziranem trgu, mora za odgovorne agencije pripravljati četrtna in letna poročila o poslovanju. V Sloveniji Kodeks upravljanja javnih

delniških družb določa, da mora družba sproti poročati o svojem finančnem in pravnem položaju ter o poslovanju z javno objavo:

- nerevidiranih letnih računovodskih izkazov,
- povzetka letnega in polletnega poročila ter drugih medletnih rezultatov poslovanja,
- izdelanih ocen preteklega poslovanja,
- morebitnih odstopanj od napovedanega,
- obetov in načrtov prihodnjega poslovanja.

Ta poročila so lahko draga, zlasti za manjša podjetja.

3.7.2 Stroški prve javne ponudbe

Prve javne ponudbe niso poceni. Za izvedbo IPO podjetje potrebuje številne strokovnjake, med njimi investicijsko banko, ki zaračuna provizijo v višini 2 do 7 odstotkov vrednosti celotnega zbranega kapitala. Poleg tega se sredstva porabijo še za oglaševanje, odnose z javnostjo in tiskanjem prospektov (Geddes, 2003, str. 26).

Če vse te stroške seštejemo, ugotovimo, da je lahko prva javna ponudba zelo draga rešitev, posebno za manjša podjetja. Lee, Lochhead, Ritter in Zhao (1996, str. 59) so izvedli raziskavo stroškov, ki nastanejo pri prvih javnih ponudbah. Ugotovili so, da so povprečni neposredni stroški prvih javnih ponudb med letoma 1990 in 1994 v ZDA znašali 11 odstotkov celotnega iztržka.

Vsi ti stroški so neposredni in v nekaterih primerih so majhni glede na posredne stroške, ki nastanejo zaradi podcenjenosti. Gre za problem denarja, puščenega na mizi (money left on the table). Ta je definiran kot število prodanih delnic, pomnoženih z razliko med ceno delnice na koncu prvega dneva trgovanja in ponudbeno ceno.

Loughran in Ritter (2002, str. 413) sta izračunala, da je bilo v ZDA med letoma 1990 in 1998 povprečje denarja, puščenega na mizi, 9,1 milijona dolarjev, mediana pa je 2,3 milijona dolarjev. Povprečje je bilo kar dvakrat večje od povprečja provizij, ki so jih v teh javnih ponudbah pobrale investicijske banke. Posredni stroški so velikokrat zanemarjeni, so pa precej večji od neposrednih.

3.7.3 Odnosi z investitorji

Ukvarjanje z delničarji, finančnimi svetovalci in mediji lahko vzame veliko časa. Predsedniki uprav in finančni direktorji lahko pričakujejo, da bodo po končanem procesu prve javne ponudbe namenili veliko časa investitorjem in analitikom. V povprečju pa naj bi porabili vsaj en dan na mesec za srečanja z njimi in za razpravljanje o strategiji, uspešnosti in poslovanju podjetja (Geddes, 2003, str. 28).

Vodstvo podjetja se pogosto pritožuje nad preveliko osredotočenostjo investorjev in analitikov na kratkoročno poslovanje podjetja, to je četrtnete rezultate poslovanja. Da lahko podjetje zadovolji četrtneta in polletna pričakovanja investorjev, mora včasih skreniti z dolgoročne strategije, ki je bila postavljena pred prvo javno ponudbo. Tako se lahko osredotočijo na kratkoročno ceno delnice in ne na dolgoročno (Geddes, 2003, str. 28).

4 PRVA JAVNA PONUDBA NKBM

4.1 O Novi kreditni banki Maribor, d. d.

Ena najodmevnejših prvih javnih prodaj delnic je bil IPO Nove kreditne banke Maribor, d. d. (NKBM). Skupina NKBM zagotavlja celovit spekter finančnih storitev, ki poleg klasičnih bančnih storitev vključujejo tudi storitve zavarovalništva, borznega posredništva, naložb v vzajemne sklade, lizing, upravljanje naložb v nepremičnine in podobno.

Skupina poleg obvladujoče družbe, NKBM, d. d., šteje dvanajst članic, med katerimi so tudi Poštna banka Slovenije, d. d., v kateri ima NKBM 55-odstotni lastniški delež, Zavarovalnica Maribor, d. d., ki je v 49,96-odstotni lasti NKBM, in Adria Bank AG, ki je v 50,54-odstotni lasti NKBM. Skupina NKBM predstavlja drugi največji finančni steber v Sloveniji.

Prva javna ponudba je potekala novembra 2007, delnice podjetja z oznako KBMR pa so bile uvrščene na borzno kotacijo 10. decembra istega leta.

4.2 Privatizacija NKBM in njeni cilji

Pri prvi javni ponudbi delnic NKBM je šlo za prodajo obstoječih delnic, in sicer je Republika Slovenija v okviru privatizacije podjetja prodajala 49-odstotni delež v podjetju.

Tabela 3: Lastniška struktura pred prvo javno ponudbo

Delničar	Število delnic	Lastniški delež
Republika Slovenija	2.639.748	90,4 %
Kapitalska družba, d. d.	140.000	4,8 %
Odškodninska družba, d. d.	140.000	4,8 %
skupaj	2.919.748	100,0 %

Vir: Prospekt za ponudbo delnic javnosti / Nova KBM Maribor, d. d., 2007

Temeljni cilji države v privatizaciji NKBM, d. d., so bili:

1. vzpostavitev lastniške strukture, ki bo dolgoročno zagotavljala učinkovito upravljanje, konkurenčnost in uspešen razvoj NKBM, d. d.,
2. transparentnost vseh transakcij in s tem upoštevanje interesov in pravic vseh delničarjev,
3. doseganje najvišje možne prodajne cene,
4. pozitiven vpliv na razvoj kapitalskega trga v Sloveniji.

Cilji podjetja so bili vzpostaviti temelje za nadaljnjo rast na domačem trgu in na trgih jugovzhodne Evrope, minimizirati vpliv privatizacije na poslovanje podjetja in menedžment ter ohraniti mednarodno vidnost.

Cilji potencialnih investitorjev, kot so jih definirali v Komisiji za privatizacijo NKBM, pa so bili: maksimirati donos, vključiti se v pošten in transparenten privatizacijski proces ter pridobiti kakovostno naložbo z velikim tržnim deležem v privlačni državi v evroobmočju.

V primeru privatizacije NKBM sta se pojavljali dve možnosti: prodaja strateškemu partnerju in prva javna ponudba. Investicijske banke, izmed katerih je bil na koncu za glavnega koordinatorja izbran Citigroup, so v svojih predlogih, ki so jih oddale Komisiji za privatizacijo NKBM, predlagale pristop »dual track«. Po tem pristopu naj bi se podjetje in lastniki, ki prodajajo delnice, pripravljali tako na možnost prodaje strateškemu vlagatelju kot na prvo javno ponudbo.

4.3 Prednosti in slabosti strateškega vlagatelja

4.3.1 Prednosti

V primeru prodaje strateškemu vlagatelju so omenjene predvsem štiri prednosti.

- Strateški investitor zagotavlja stabilno lastništvo z jasno opredeljeno razvojno vizijo.
- Prodajna cena bi bila nekoliko višja kot pri prvi javni ponudbi, vendar premija zaradi razmer na kapitalskih trgih ne bi bila bistvena.
- Strateški investitor bi prinesel znanje in zagotavljal kapital za širitev banke.
- Zaledje večje finančne institucije pozitivno vpliva na bonitetno oceno (rating) banke.

4.3.2 Slabosti

Slabosti iskanja in prodaje strateškemu partnerju so prav tako štiri.

- Ni pozitivnega vpliva na razvoj trga kapitala.
- Strateški investitor kot večinski lastnik bi NKBM integriral v svoj sistem, kar se lahko odrazi v izgubi samostojnosti v razvoju, poslovnih odločitvah ter preselitvi podpornih dejavnosti (IT, plačilni promet, upravljanje s tveganji) in nekaterih operativnih aktivnosti na sedež prevzemnika.
- Prodaja strateškemu investitorju je lahko vprašljiva tudi z vidika politične ustreznosti. Kot najresnejše kandidate za strateške investitorje so finančni svetovalci v svojih analizah izpostavili avstrijske banke (predvsem Erste bank) in nekatere banke, ki so že

prisotne na slovenskem trgu. Obstaja resna nevarnost, da ravno te banke zaradi geostrateških interesov predložijo najboljše ponudbe za nakup, ki jih v transparentno izvedenem postopku privatizacije ne bo mogoče zavrniti.

- Negotovost, če bi strateškega investitorja prevzela druga finančna institucija.

4.4 Prednosti in slabosti prve javne prodaje

4.4.1 Prednosti

Prednosti prve javne ponudbe je več.

- IPO bi prek domače borze pozitivno vplival na razvoj domačega kapitalskega trga. To je pomembno merilo, ki pa v primeru prodaje strateškemu investitorju ne bi bilo izpolnjeno.
- Takratne razmere na kapitalskih trgih so bile izredno dobre.
 - Cene, ki so bile pri IPO dosežene v tistem obdobju, so bile zgodovinsko visoke. Na podlagi prvotnih ocen vrednosti transakcije, ki so jih pripravili finančni svetovalci, ki so Komisiji predstavili svoje ponudbe, bi bil diskont pri IPO v primerjavi s prodajo strateškemu partnerju razmeroma majhen.
 - Slovenija je z vstopom v evroobmočje postala bolj transparentna in zanimivejša za tuje investitorje. Zaradi tega je v začetku leta 2007 prišlo do močne rasti vrednosti delnic in povečane likvidnosti na Ljubljanski borzi.
 - Interes institucionalnih investitorjev za investicije v finančne institucije v srednji in vzhodni Evropi je bil zaradi pomanjkanja ustreznih investicijskih priložnosti izredno velik. Finančnih institucij, ki imajo razmeroma velik tržni delež in razmeroma dobre rezultate ter razvojno vizijo, pa je bilo omejeno število.
- S prodajo na borzi se vzpostavi lastniška struktura, ki dolgoročno zagotavlja učinkovito vladanje. Z uvrstitvijo delnic na borzo se namreč vzpostavi tržni mehanizem, ko cena transparentno odraža poslovne odločitve uprave podjetja.
- Banka ohrani neodvisnost in slovenski značaj.
- Možnost udeležbe slovenskih institucionalnih investitorjev in fizičnih oseb v postopku privatizacije.
- S kotacijo na borzi se vzpostavi tržna cena, ki predstavlja osnovo za morebitno nadaljnjo privatizacijo banke, poleg tega pa Republika Slovenija obdrži možnost, da v prihodnosti realizira premijo za večinski delež, če se odloči za prodajo.
- Popolna transparentnost poslovanja banke je pogoj za kotacijo na borzi, poleg tega pa kotacija prinese tudi možnost za dokapitalizacijo banke.

4.4.2 Slabosti

Slabosti prve javne ponudbe NKBM so tri.

- V primeru IPO bi bila kupnina predvidoma nekoliko manjša kot pri prodaji večinskega deleža strateškemu partnerju, vendar bi bila razlika oziroma izgubljena premija zaradi ugodnih razmer na trgu razmeroma majhna.
- Transakcijski stroški so zaradi daljšega in zahtevnejšega postopka v primeru IPO nekoliko večji kot pri prodaji strateškemu investitorju.
- Uspešnost prodaje je odvisna od razmer na trgu v času prodaje.

4.5 Odločitev za prvo javno ponudbo

Glede na štiri cilje privatizacije so se odgovorni odločili, da je prva javna ponudba boljši način za prodajo 49-odstotnega deleža v NKBM.

Cilj vzpostavitve lastniške strukture, ki bo dolgoročno zagotavljala učinkovito upravljanje, konkurenčnost in uspešen razvoj NKBM, so prek IPO skušali doseči tako, da so določen delež ponujenih delnic ponudili tujim in domačim institucionalnim vlagateljem, ostale delnice pa so prodali nepoučenim vlagateljem. Ker so institucionalni vlagatelji aktivni, se vključujejo v nadzor in vladanje podjetja, kar prinese večjo učinkovitost v poslovanju. Ti institucionalni vlagatelji naj bi bili stalni v lastniški strukturi, medtem ko bi nepoučeni, manjši vlagatelji skrbeli za likvidnost delnice na borzi.

Cilj pozitivnega vpliva na kapitalski trg je bil lahko izpolnjen zgolj prek prve javne prodaje. Strateški vlagatelj ne bi tako pozitivno vplival na slovenski kapitalski trg.

Cilj maksimiranja prodajne cene bi bil bolje uresničen s prodajo strateškemu partnerju, saj bi bil iztržek verjetno večji. Upoštevajoč takratne izjemno ugodne razmere na trgu kapitala in izjemno zanimanje vlagateljev za vpis delnic, pa je Republika Slovenija glede na razpon cene, po kateri so bile ponujene delnice, dosegla maksimalen izkupiček.

4.6 Analiza prve javne prodaje NKBM

Ker je šlo v primeru NKBM za prodajo državnega premoženja, se je pričakovalo, da se bodo zaradi nasprotnih pogledov koalicije in opozicije pojavile kritike. Vendar pa je imela kar nekaj kritik na račun izvedbe prodaje in doseganja postavljenih ciljev tudi stroka.

V prospektu pred prvo javno ponudbo je bil določen razpon cene med 20,5 in 27 evrov za delnico. Glede na zbrane ponudbe se je država odločila, da postavi ceno na zgornjo mejo razpona, torej 27 evrov za delnico. Zaradi izjemnega zanimanja za delnice NKBM tako med malimi kot med dobro poučenimi vlagatelji je bilo takoj po koncu zbiranja vplačil jasno, da bo vplačanega denarja veliko več od zahtevane kupnine. Država je tako samo malim delničarjem vrnila štiri petine vplačanega denarja. Iz tega lahko sklepamo, da bi lahko država kot prodajalec delnic iztržila veliko več, če bi bil razpon cene drugače postavljen. Pri prodaji NKBM se namreč ni prodajala zgolj banka, temveč v okviru holdinga tudi Poštna banka

Slovenije in Zavarovalnica Maribor, kar bi lahko razložilo veliko zanimanje za delnice NKBM. Analitiki so z analizo primerljivih srednje- in vzhodnoevropskih bank (peer analiza) izračunali, da podobne banke kotirajo po ceni, ki je 2,6-kratnik knjigovodske vrednosti. To bi pomenilo, da bi bila glede na to analizo banka vredna malce več kot 35 evrov za delnico. Enotni tečaj prvi dan trgovanja z delnico na borzi se je oblikoval pri 36,6 evra za delnico.

Poleg tega je bila po mojem mnenju napaka, da se država skupaj z vodstvom banke ni odločila za hkratno dokapitalizacijo. NKBM je imela velike načrte za širjenje, saj hitra rast družbe in novi krediti zahtevajo svež kapital, poleg tega pa mora banka dosegati določeno kapitalsko ustreznost. Poleti 2007, ko so se pojavili prvi problemi na ameriškem hipotekarnem trgu, so se že kazali prvi zametki trenutne finančne krize, ki je najbolj prizadela prav finančni sektor. Poleg tega bi z dokapitalizacijo zmanjšali nekatere stroške, saj je izdaja novih delnic lahko draga. Dokapitalizacijo je NKBM izvedla slabo leto dni po delnem izstopu države iz podjetja.

Cilj privatizacije je bil zagotoviti trajno lastniško strukturo, ki bo zagotavljala učinkovito vladanje. Ker je bil v prodajo vključen le 49-odstotni delež banke, bi država pred privatizacijo tega deleža morala povedati, kaj namerava s preostalim deležem v banki. To je pomembno z vidika strateških, dobro poučenih vlagateljev, ki bi delnice NKBM kupili kot dolgoročno naložbo. Tudi razdelitev delnic med male vlagatelje in dobro poučene vlagatelje je bila znana šele po koncu zbiranja vplačil. Po tednu trgovanja z delnicami NKBM na Ljubljanski borzi se je izkazalo, da je bil donos na delnico prevelik, da ga nekateri tuji dobro poučeni vlagatelji, med katerimi je bilo največ kritnih (hedge) skladov, ne bi izkoristili. Tujim vlagateljem je bilo namenjenih skoraj 15 odstotkov lastništva v banki, od tega jih je tretjina prodala svojo naložbo prej kot po tednu dni. Ker je bilo precej skladov iz davčnih oaz, država s prodajo njihovega deleža ni pobrala davkov od kapitalskega dobička.

Pozitiven vpliv na kapitalski trg je prva javna prodaja gotovo imela. Prinesla je pozitivno novost na slovenski kapitalski trg, saj je bila izvedena prvič. Kratkoročno, predvsem v drugi polovici decembra 2007, se je promet na Ljubljanski borzi močno povečal, čeprav december velja za enega od mirnejših mesecev, kar zadeva trgovanje na borzi. Čeprav so nekateri vlagatelji prodajali svoje prejšnje naložbe, da so vplačali delnice NKBM, se je ta denar vrnil na borzo, ko je država vrnila preostanek denarja, kar je pripomoglo k povečanemu trgovanju z drugimi delnicami. Veliko zanimanje za delnice NKBM pa je verjetno pripomoglo tudi k odločitvi SOD, da del svoje naložbe v Pozavarovalnici Sava, d. d., proda po enakem postopku.

Z vidika malih vlagateljev je bila prva javna ponudba delnic NKBM izvedena korektno. Čeprav je bila cena nižja, ko bi lahko bila, je država dobila sredstva v proračun tudi iz davka na kapitalski dobiček, ki je ob takojšnji prodaji delnic 20-odstoten. Z izbiro dobro poučenih vlagateljev pa prodajalec ni dosegel zelenega cilja stabilne lastniške strukture.

SKLEP

V svojem diplomskem delu sem analizirala dejavnike, ki vplivajo na odločitev podjetja za izvedbo prve javne ponudbe delnic, poleg tega pa sem predstavila dejavnike, ki so vplivali na odločitev NKBM, d. d., za izvedbo IPO.

Zbiranje sredstev je najpogosteje naveden razlog za prvo javno ponudbo. Podjetje, ki je že preveliko, neprimerno za iskanje sredstev pri skladih tveganega kapitala ali pa bi bilo zanj zadolževanje predrago, se odloči za zbiranje sredstev na trgu kapitala. Poleg tega, da mu nov lastniški kapital zmanjša stroške dolga, mu kotacija na borzi prinese možnost ponovne izdaje vrednostnih papirjev, ko podjetje potrebuje nov zagon.

Lastniki se lahko prek prve javne ponudbe izplačajo. Lahko prodajo le določen delež v podjetju, pri čemer jim prodaja pravic do denarnega toka malim in pasivnim investitorjem v IPO ohranja možnost prodaje kontrolnih pravic strateškemu investitorju. Če je prodajalec država, gre za privatizacijo, ki poleg svežega kapitala podjetju prinese pozitivni učinek na celoten razvoj trga in vzdušje na trgu.

Prav vzdušje na trgu pa lahko odvrne podjetje od prve javne ponudbe. Slabo vzdušje na trgu vrednostnih papirjev in v gospodarstvu negativno vpliva na tovrstne odločitve podjetij. Nekatera podjetja so prisiljena odložiti ali celo opustiti načrtovane projekte, za katere bi zbirala sredstva, druga pa se bojijo, da zaradi slabih razmer ne bodo sposobna prepričati dovolj potencialnih investitorjev. Nasprotno pa lahko pozitivno vzdušje na trgu prepriča tudi tista podjetja, ki bi sredstva lahko zbrala drugače, da se odločijo za prvo javno ponudbo, saj je taka oblika financiranja v danih razmerah cenejša.

Pri odločitvi za prvo javno ponudbo se pojavljajo še drugi dejavniki, na primer značilnosti podjetja, možnost za prevzeme in združitve ter dejstvo, da je to strateška poteza.

V primeru NKBM, d. d., je prišlo do javne ponudbe delnic predvsem zaradi izjemno ugodnih razmer na finančnem trgu. Država je hotela pozitivno vplivati na domači trg in spodbuditi njegov razvoj, poleg tega pa so imeli v procesu IPO možnost izbire takšne lastniške strukture, ki naj bi najbolj pozitivno vplivala na delovanje podjetja in zagotovila učinkovito upravljanje, konkurenčnost in razvoj.

Večina ciljev je bila izpolnjena, poudariti pa je treba, da je bila izbira predvsem tujih dobro poučenih vlagateljev nerodna in da bi glede na izjemno zanimanje za delnice država lahko iztržila več.

LITERATURA IN VIRI

1. Boot, A. W. A., Gopalan, R. & Thakor, A. V. (2006). The Entrepreneur's Choice between Private and Public Ownership. *The Journal of Finance*, 61 (2), 803–836.
2. Brau, J. C. & Fawcett, S. E. (2006). Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *The Journal of Finance*, 61 (1), 399–436.
3. Brau, J. C., Francis, B. & Kohers, N. (2003). The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence. Najdeno 5. marca 2009 na spletnem naslovu <http://marriottschool.byu.edu/emp/brau/IB%202003%20Vol.%2076%20IPO%20vs.%20Takeover.pdf>.
4. Brigham, E. F. & Daves, P. R. (2004). *Intermediate Financial Management* (8th edition). Mason: Thomson: South Western.
5. Chemmanur, T. & Fulghieri, P. (1999). A Theory of the Going-Public Decision. Najdeno 5. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www2.bc.edu/~chemmanu/paper/public.pdf>.
6. Chemmanur, T., He, S. & Nandy D. (2007). The Going Public Decision and the Product Market. Najdeno 5. marca 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=674241.
7. Cumming, D. J., & MacIntosh, J. G. (2002). Venture Capital Exits in Canada and the United States. Najdeno 17. aprila 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=321641.
8. Draho, J. (2005). *The IPO Decision: Why and How Companies Go Public*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
9. Frankfurtska borza. Najdeno 20. aprila 2009 na spletnem naslovu: <http://www.boerse-frankfurt.de/EN/index.aspx?pageID=44&NewsID=3680>.
10. Gangajar, A., Bintliff, E. & Wood A. (2009, 08. januar). Big names wait in wings for end to IPO drought. *Financial Times*. Najdeno 20. aprila 2009 na spletnem naslovu: http://cachef.ft.com/cms/s/0/de9bbd50-ddbf-11dd-87dc-000077b07658.html?nclick_check=1.
11. Geddes, R. (2003). *IPOs and Equity Offerings*. Oxford: Elsevier Butterworth-Heinemann.
12. Helwege, J. & Liang N. (2002). Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets. Najdeno 20. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.cob.ohio-state.edu/fin/faculty/helwege/>.
13. Jay Ritter. Najdeno 20. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://bear.cba.ufl.edu/ritter/ipodata.htm>.
14. Jenkinson, T. & Ljungqvist, A. (2001). *Going public: The Theory and Evidence on how companies raise equity finance*. Oxford: Oxford University Press.
15. Kodeks upravljanja javnih delniških družb. (2007). Najdeno 20. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.zdruzenje-manager.si/storage/1568/kodeks-upravljanja-javnih-delniskih-druzob.pdf>.

16. Lavrič, N. (urednica). (2007, 05. december). *Odmevi* [televizijska oddaja]. Ljubljana: RTV Slovenija.
17. Lee, I., Lochhead, S., Ritter, J & Zhao, Q. (1996). The Cost of Raising Capital. *The Journal of Financial Research*, 19 (1), 59–74.
18. Loughran, T. & Ritter J. (2002). Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?. *The Review of Financial Studies*, 15 (2), 413–443.
19. Madura, J. (2006). *Financial Institutions and Markets*. Mason: Thomson: South-Western.
20. Mello, A. S. & Parsons, J. E. (1998). Going public and the ownership structure of the firm. *Journal of Financial Economics*, 49, 79–109.
21. Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963) Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53 (3), 433–443.
22. Mramor, D. (1999). *Slovar poslovnofinančnih izrazov: slovensko-angleški, angleško-slovenski*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
23. Myers, S. C. (1984) The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39 (3), 575–592.
24. Pagano, M., Panetta, F. & Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 53 (1), 27–64.
25. Proposal to provide Financial Advisory Services to the Ministry of Finance of the Republic of Slovenia on the Privatisation of Nova Kreditna banka Maribor d.d. (2007). Citigroup.
26. Prospekt za ponudbo delnic javnosti / Nova KBM Maribor, d. d. (2007).
27. Samuelson, P. A. & Nordhaus, W. D. (2002). *Ekonomija*. Ljubljana: GV Založba.
28. Stoughton, N. M., Wong, K. P. & Zechner, J. (2001). IPOs and Product Quality. *The Journal of Business* 74 (3), 375–408.
29. Veselinovič, D. (1995). *Borzni priročnik*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
30. Zingales, L. (1995). Insider Ownership and the Decision to Go Public. *Review of Economic Studies*, 62, 425–448.