

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**FINANČNO PRESTRUKTURIRANJE SALONITA  
ANHOVO D.D. Z IZDAJO ZAMENLJIVIH OBVEZNIC**

Ljubljana, junij 2003

BOJAN BRATEC

### **IZJAVA**

Študent Bojan Bratec izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom mag. Igorja Lončarskega in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>1. UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>2. OBVEZNICA</b> .....	<b>2</b>
<b>2.1 VRSTE OBVEZNIC</b> .....	<b>3</b>
<b>2.2 LASTNOSTI OBVEZNIC</b> .....	<b>4</b>
2.2.1 Čas do dospetja obveznic .....	4
2.2.2 Način izplačevanja obresti in glavnice pri obveznicah .....	5
2.2.3 Obrestna mera obveznice .....	5
2.2.4 Valuta izplačila obveznice .....	5
2.2.5 Zavarovanje izplačila obveznice .....	6
2.2.6 Rangiranje obveznic.....	6
<b>2.3 OBLIKOVANJE CENE OBVEZNICE</b> .....	<b>7</b>
<b>2.4 TVEGANJE OBVEZNIC</b> .....	<b>8</b>
2.4.1 Tveganje obrestne mere .....	9
2.4.2 Tveganje reinvestiranja .....	9
2.4.3 Kreditno tveganje .....	9
2.4.4 Tveganje odpoklica.....	10
2.4.5 Tveganje inflacije.....	10
2.4.6 Tveganje spremembe tečaja tuje valute.....	10
2.4.7 Tveganje nizke likvidnosti .....	10
<b>2.5 DONOSNOST OBVEZNIC</b> .....	<b>11</b>
2.5.1 Nominalna donosnost.....	11
2.5.2 Tekoča donosnost.....	11
2.5.3 Donosnost do dospetja .....	11
2.5.4 Donosnost do odpoklica.....	13
<b>2.6 ZAMENLJIVA OBVEZNICA</b> .....	<b>13</b>
<b>2.7 ZAPRTA PRODAJA OBVEZNIC</b> .....	<b>15</b>
<b>3. FINANČNO PRESTRUKTURIRANJE VIROV SREDSTEV</b> .....	<b>16</b>
<b>3.1 PRESTRUKTURIRANJE DOLŽNIŠKIH VIROV SREDSTEV</b> .....	<b>16</b>
<b>3.2 KONVERZIJA DOLGA V DELEŽE ALI DELNICE PODJETJA</b> .....	<b>17</b>
<b>3.3. FINANČNO PRESTRUKTURIRANJE PODJETJA Z IZDAJO HIBRIDNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV</b> .....	<b>18</b>
<b>4. KRIZA PODJETJA SALONIT ANHOVO</b> .....	<b>18</b>
<b>4.1 KRATKA ZGODOVINA PODJETJA</b> .....	<b>18</b>
<b>4.2 VZROKI ZA KRIZO PODJETJA</b> .....	<b>19</b>
<b>4.3 STATUSNE SPREMEMBE IN EKONOMSKI POLOŽAJ SALONITA PO LETU 1990 20</b>	
<b>5. REŠEVANJE PODJETJA SALONIT ANHOVO IZ KRIZE</b> .....	<b>22</b>
<b>5.1 AZBESTNI ZAKON</b> .....	<b>23</b>
5.1.1 Upokojevanje po »azbestnem« zakonu .....	24
5.1.2 Izplačevanje odškodnin za obolele delavce.....	25
5.1.3 Prestrukturiranje proizvodnje iz azbestne v neazbestno.....	26
<b>5.2 PROCES LASTNINSKEGA PREOBLIKOVANJA PODJETJA</b> .....	<b>26</b>
5.2.1 Pogodba o skupnih vlaganjih in kreditni pogodbi s tujima partnerjema .....	26
5.2.2 Cenitvi podjetja in odstop partnerjev od pogodb .....	27
5.2.3 Program lastninskega preoblikovanja Salonita .....	27
<b>5.3 FINANČNO PRESTRUKTURIRANJE VIROV SREDSTEV SALONITA</b> .....	<b>28</b>
5.3.1 Urejanje odnosov z W&P.....	28
5.3.2 Dokapitalizacija Salonita s konverzijo dolga v delnice (debt to equity swap) .....	29
5.3.3 Finančno prestrukturiranje Salonita z izdajo zamenljivih obveznic.....	30
5.3.4 Učinek finančnega prestrukturiranja Salonita na strukturo virov sredstev v letih 1998-2002 .....	32
<b>6. ZAMENLJIVA OBVEZNICA PODJETJA SALONIT ANHOVO</b> .....	<b>34</b>
<b>6.1 LASTNOSTI ZAMENLJIVIH OBVEZNIC SALONITA ANHOVO</b> .....	<b>34</b>
6.1.1 Vrsta dolžniškega vrednostnega papirja.....	34

6.1.2 Velikost izdaje zamenljivih obveznic.....	34
6.1.3 Zavarovanje terjatev .....	35
6.1.4 Predčasni odkup obveznic .....	35
6.1.5 Zaveze in omejitve v zvezi z izdajo zamenljivih obveznic .....	35
6.1.6 Namen izdaje zamenljivih obveznic.....	35
6.1.7 Amortizacija dolga in potek izpolnjevanja izdajateljevih obveznosti ter .....	35
<b>6.2 POSEBNOSTI ZAMENLJIVE OBVEZNICE SALONITA.....</b>	<b>36</b>
6.2.1 Denominacija zamenljive obveznice Salonita Anhovo .....	36
6.2.2 Oblikovanje obrestne mere in cene zamenljive obveznice Salonita.....	36
6.2.3 Analiza cene zamenjave v obdobju zamenljivosti.....	37
6.2.4 Delni predčasni odkup obveznic .....	38
<b>6.3 IZPOSTAVLJENOST ZAMENLJIVE OBVEZNICE SALONITA RAZLIČNIM TVEGANJEM.....</b>	<b>39</b>
6.3.1 Tveganje obrestne mere in reinvesticijsko tveganje.....	39
6.3.2 Kreditno tveganje .....	39
6.3.3 Tveganje odpoklica .....	40
6.3.4 Tveganje inflacije.....	40
6.3.5 Tveganje spremembe tečaja tuje valute.....	40
6.3.6 Tveganje nizke likvidnosti .....	40
<b>6.4 DONOSNOSTI ZAMENLJIVE OBVEZNICE SALONITA ANHOVO.....</b>	<b>40</b>
6.4.1 Nominalna donosnost.....	40
6.4.2 Tekoča donosnost ( <i>current yield</i> ).....	41
6.4.3 Donosnost do odpoklica ( <i>yield to call</i> ).....	41
6.4.4 Donosnost do dospelja ( <i>yield to maturity</i> ).....	41
<b>6.5 ANALIZA ZAMENLJIVE OBVEZNICE Z VIDIKA IZDAJATELJA.....</b>	<b>41</b>
6.5.1 Srednji tečaj DEM BS, inflacija in tolarski stroški dolga.....	41
6.5.2 Bančni kredit in izdaja zamenljive obveznice .....	43
<b>7. SKLEP.....</b>	<b>44</b>
<b>8. LITERATURA .....</b>	<b>46</b>
<b>9.VIRI.....</b>	<b>46</b>

# 1. UVOD

Pretekla problematika podjetja Salonit Anhovo na področju ekonomsko tržnega stanja, kot posledica zdravju škodljivega in tržno neperspektivnega programskega sklopa azbestcementsa, ter tudi s tem dejstvom povezanega procesa lastninskega preoblikovanja, sega v obdobje neposredno pred razpadom ekonomsko-političnega prostora bivše države. Nastopile so likvidnostne težave in tudi sicer ekonomski položaj podjetja ni omogočal večjih vlaganj v prestrukturiranje programov.

Tedanje vodstvo podjetja je iskalo rešitve za premostitev finančnih težav v povezavi s procesom lastninskega preoblikovanja podjetja tako, da je v letu 1990 s tujim podjetjem sklenilo pogodbo o skupnem vlaganju, ter v letu 1991 še kreditno pogodbo z istim partnerjem.

Rešitev tržno-ekonomskih in lastninskih problemov pa je bila dejansko možna šele s predhodno realizacijo cilja vzpostavitve brezazbestnega stanja na območju podjetja, s prestrukturiranjem proizvodnje in rešitvijo socialno-zdravstvene problematike delavcev.

Osnovo za tovrstne rešitve sta ponudila šele »azbestni« zakon, sprejet v Državnem zboru 1996 in v letu 1997 pridobljeno drugo soglasje za lastninsko preoblikovanje podjetja. Podjetje je konsolidiralo finančni položaj z uspešno izpeljano dokapitalizacijo s konverzijo terjatev tujega partnerja ter finančnega vložka države v lastniške deleže in z izdajo zamenljivih obveznic ter tako oblikovalo novo lastniško strukturo.

Namen naloge je iz več vidikov oceniti potek prestrukturiranja podjetja Salonit Anhovo s posebnim poudarkom na finančnem prestrukturiranju virov sredstev s konverzijo terjatev v deleže (*debt to equity swap*) ter izdajo zamenljivih obveznic.

Diplomsko delo je razdeljeno na pet sklopov, v katerih analiziram teoretične značilnosti obveznic, teoretične načine prestrukturiranja virov sredstev podjetij, ki se rešujejo iz finančne krize, analiziram vzroke za krizo in ekonomski položaj podjetja Salonit Anhovo po letu 1990 in dejansko podajam potek reševanja podjetja Salonit Anhovo iz krize, ki bi ob neuspešnem reševanju največjega slovenskega proizvajalca cementa, podjetje pahnila v stečaj. V zadnjem sklopu problematike Salonita Anhovo podrobneje predstavljam izdano zamenljivo obveznico Salonita Anhovo, kot enega od pomembnih instrumentov finančnega prestrukturiranja, ki je posebnost v slovenskem gospodarstvu.

Širši javnosti je zamenljiva obveznica Salonita kljub visoki emisijski vrednosti neznana, saj je bila izdana po nejavni ponudbi (zaprta prodaja) in ne kotira na ljubljanski borzi vrednostnih papirjev.

## 2. OBVEZNICA

Obveznica je najpomembnejši in najbolj razširjen dolžniški vrednostni papir, s katerim se izdajatelj obveže, da bo ob dospelju imetniku navadne obveznice izplačal obresti in glavnico.

Obveznica je dolgoročni vrednostni papir in predstavlja sredstvo za zbiranje oziroma posojanje denarnih sredstev. Obliko zadolževanja oziroma kreditiranja z obveznico uporabljamo, ko želimo zbrati večjo vsoto denarnih sredstev za dalj časa.

Pri predstavitvi pojma obveznice je potrebno predstaviti zakonsko definicijo iz 26. člena Zakona o vrednostnih papirjih, ki pravi, da je obveznica pisna listina, s katero se izdajatelj zavezuje, da bo osebi navedeni na njej ali po njeni odredbi oziroma prinosniku obveznice, izplačal določenega dne v obveznici naveden znesek oziroma znesek anuitetnega kupona (Zakon o vrednostnih papirjih, 1989).

Obveznica predstavlja terjatev v pisni obliki, s katero se izdajatelj obveznice obveže, da bo imetniku obveznice - upniku, v določenem času, daljšem od enega leta, vrnil posojeni znesek, povečan za obresti (Prohaska, 1994, str.14).

To pomeni, da je obveznica ena od temeljnih oblik srednjeročnega in dolgoročnega financiranja.

Bistveni elementi, ki jih mora vsebovati vsaka obveznica, so (Svilan, 1990, str. 46) :

- Nominalni znesek, na katerega se glasi obveznica ,
- valuta, v kateri je denominirana obveznica,
- datum izdaje in rok zapadlosti,
- obveznost izdajatelja, da bo izplačal imetniku pripadajoče obresti,
- obveznost izdajatelja, da bo navedeni nominalni znesek vrnil imetniku obveznice,
- ime oziroma firma izdajatelja ter njegov podpis, s katerim potrjuje vse navedene obveznosti,
- drugi elementi vrednostnih papirjev, npr. označba obveznice v povezavi z imenom izdajatelja, serijska številka obveznice, banka, ki sodeluje pri izdajanju.

Obveznica je sestavljena iz dveh delov. Prvi del obveznice sestavlja plašč, na njem so zapisani vsi zgoraj navedeni elementi obveznic razen rokov odplačevanja glavnice. Drugi del obveznice se imenuje talon in vsebuje anuitetne kupone.

Z razvojem sistemov zbirne hrambe, imobilizacije in dematerializacije vrednostnih papirjev, vrednostni papirji na prinosnika izgubljajo na pomenu, saj se večina prenaša le še s preknjižbo na računih imetnikov, kuponi, ki bi se strigli in predlagali v izplačilo, pa se opuščajo.

Obveznice predstavljajo najpomembnejše dolgoročne vrednostne papirje in so instrument zbiranja prostih denarnih sredstev, ki jih kreditodajalci naložijo za daljše časovno obdobje.

Za razliko od delničarjev podjetja, imetniki obveznic nimajo glasovalnih pravic, zato tudi ne morejo vplivati na poslovne odločitve vodstva podjetja, vendar pa imajo v primeru stečaja prednost pri poplačilu dolgov podjetja pred navadnimi in prednostnimi

delničarji. Tveganje imetnikov obveznic je manjše od tveganja delničarjev, posledično pa je manjša tudi donosnost obveznic v primerjavi z donosnostjo delnic.

## 2.1 VRSTE OBVEZNIC

Po Prohaski (1994, str. 14-16) se delijo obveznice na klasične in ostale obveznice. Kot klasične obveznice navaja:

1. Državne obveznice (*state and local government bonds*),
2. občinske obveznice (*municipal bonds*),
3. hipotekarne obveznice-zadolžnice (*mortgage bonds*),
4. bančne obveznice,
5. obveznice podjetij (*corporate bonds*).

Ostale vrste obveznic pa sestavljajo:

1. Obveznice s spremenljivo obrestno mero (*floating-rate bonds*),
2. brezkuponske obveznice (*zero.coupon bonds*),
3. obveznice, ki se glasijo na dvojno valuto (*dual-currency bonds*).

Brigham in Daves ločita štiri glavne tipe obveznic (2002, str. 101):

1. Zakladne ali državne obveznice (*treasury bonds, oz. government bonds*),
2. podjetniške obveznice (*corporate bonds*),
3. občinske obveznice (*municipal bonds*),
4. tuje obveznice (*foreign bonds*).

Duhovnikova (1995, str. 97-100) podrobneje deli podjetniške obveznice na:

1. Hipotekarne obveznice (*mortgage bonds*): zavarovana obveznica, vsebuje zakonito terjatev do sredstev, ki so del ali celotna sredstva podjetja, razvrščene so glede na prednost terjatev do dohodka in sredstev.
2. Zadolžnice (*debenture bonds*): nezavarovana obveznica, glede na vrstni red terjatev sledi hipotekarnim obveznicam, uporaba odvisna od narave sredstev podjetja in njegove splošne kreditne sposobnosti.
3. Zamenljive obveznice (*convertible bonds*): po imetnikovi želji zamenljiva za navadne delnice po vnaprej določeni menjalni stopnji, zagotavlja vlagateljem možnost dosega kapitalskih prirastov v zamenjavo za nižjo obrestno mero, ki jo nudi podjetje.
4. Obveznice z nakupnimi boni (*bonds issued with warrants*): podobna zamenljivi, nakupni boni dovoljujejo imetniku nakup delnic po določeni ceni in tako zagotavljajo kapitalski prirast, kolikor cena delnic naraste, nižja obrestna mera glede na običajne obveznice.
5. Obveznice zavarovane z vrednostnimi papirji (*collateral trust bonds*): podjetje deponira vrednostne papirje pri pooblaščenca in proda z njimi zavarovane obveznice.
6. Dobičkovne obveznice (*income bonds*): prinašajo obresti samo, če dobiček podjetja zadošča za njihovo izplačilo, za vlagatelja precej tvegana, pogosto se izdajo ob reorganizacijah za nadomestitev obveznic, katerih obresti so za podjetje težko breme.
7. Prilagoditvene obveznice (*adjustment bonds*): njihova obrestna mera postopoma narašča, obresti pa se začnejo plačevati šele po obdobju "okrevanja", prav tako izhajajo iz reorganizacije.
8. Udeležbene obveznice (*participating bonds*): poleg pogodbeno določenih (nizkih) obresti zagotavljajo tudi udeležbo na dobičku.

9. Obveznice z jamstvom (*guaranteed bonds*); obveznica podjetja za katero jamči drugo podjetje, pomen finančne moči podjetja, ki da jamstvo.
10. Obveznice s prodajno opcijo (*putable bonds*): jo je mogoče na imetnikovo željo zamenjati za njeno nominalno vrednost, navadno možno izkoristiti samo ob velikih spremembah pri izdajatelju.
11. Indeksirane obveznice (*indexed* ali *purchasing power bonds*): njena nominalna obrestna mera temelji na indeksu inflacije, pogosta v državah z visoko stopnjo inflacije.
12. Brezkuponske obveznice (*zero-coupon bonds*): se proda po diskontirani nominalni vrednosti, kar omogoča določen glavnični prirast ob dospelju, ena od možnih vrst diskontiranih obveznic (*original issue discount bonds*).
13. Obveznice s spremenljivo obrestno mero (*floating-rate bonds*): njena obrestna mera se prilagaja spremembam splošne ravni obrestnih mer, za vlagatelja pomeni prednost, saj stabilizira tržno vrednost dolga.
14. Zelo tvegane obveznice (*junk bonds*): obveznica z velikim donosom, namenjena financiranju odkupov delnic podjetij s pomočjo dolga, združitvev podjetij ali podjetij v težavah, stopnja zadolženosti podjetja pri njej navadno zelo visoka, zato imetniki obveznic prevzemajo tolikšno stopnjo tveganja, kot bi jo sicer delničarji, kar se kaže v donosu obveznic.

## 2.2 LASTNOSTI OBVEZNIC

Struktura obveznice, ki jo posamezni izdajatelj izbere, mora imeti lastnosti, ki so uporabne tako zanj, kot za potencialne investitorje. Za izdajatelja so najbolj zanimive tiste obveznice, pri katerih se skupen strošek zadolževanja zniža.

Pri odločitvi o vrsti obveznice in njenih lastnostih mora izdajatelj upoštevati različne vidike. Obveznica mora zadovoljevati potrebe investitorjev, njen davčni status ne sme biti neugoden za izdajatelja ali investitorja, vse določbe se morajo ujemati z zakonodajo, določitev ustrezne cene mora biti mogoča z uporabo razpoložljivih metod, zagotovljena mora biti določena likvidnost na sekundarnem trgu, stroški izdaje morajo biti primerljivi z drugimi oblikami dolga, računovodsko spremljanje mora biti ustrezno in podobno.

Paleta možnih lastnosti obveznic je zelo široka in izdajatelji imajo veliko možnosti, da izdajo obveznico, ki ustreza njihovim potrebam po obliki zadolžitve. Po drugi strani prav ta pestrost oblik lahko negativno vpliva na razvoj celotnega trga obveznic. Veliko število majhnih izdaj zelo različnih obveznic negativno vpliva na likvidnost trga obveznic. Optimalna rešitev na posameznem trgu je odvisna od sorazmerne pomembnosti obeh dejavnikov - likvidnosti in iskanja najugodnejše oblike dolga (Smith, 1995, str.72,73).

Nekatere najpomembnejše lastnosti obveznic, ki jih izdajatelji lahko medsebojno kombinirajo pri odločanju o posamezni izdaji in tako skušajo priti do najprimernejše oblike zadolževanja, so: čas do dospelja obveznice, način izplačevanja obresti in glavnice, obrestna mera obveznice, valuta izplačila obveznice ter zavarovanje izplačila.

### 2.2.1 Čas do dospelja obveznic

Čas do dospelja nam pove število let do dospelja obveznice, ki se največkrat giblje med ena in trideset let. V zadnjem času se povprečna ročnost obveznic zaradi zahtev investitorjev, ki v nestabilnih razmerah niso več pripravljeni kupovati obveznic z zelo



dolgimi ročnostmi, znižuje. V ZDA se je povprečna ročnost podjetniških obveznic skrajšala iz 19,93 let v letu 1974 na približno 9 let v letu 1995 (Sluga, 2000, str. 20).

### 2.2.2 Način izplačevanja obresti in glavnice pri obveznicah

Izdajatelj obveznice glavnico in obresti odplačuje po amortizacijskem načrtu, ki ga določi ob izdaji obveznice. Klasičen način pomeni sprotno izplačevanje obresti, običajno polletno ali letno ter izplačilo celotne glavnice skupaj z zadnjim obrestnim kuponom ob zapadlosti obveznice.

Izdajatelj obveznice ima razen izbire amortizacijskega načrta na voljo še nekaj določb, s katerimi lahko oblikuje predčasno izplačilo obveznic. Najbolj znana in pogosta je opcija odpoklica, ki zagotavlja izdajatelju pravico, da lahko pod določenimi pogoji predčasno odkupi obveznice v celoti ali delno (*callable bonds*). Pravica do odkupa je pogosto neugodna za investitorje, ki morajo ponovno vložiti vrnjena sredstva, zato obrestna mera obveznic s klavzulo o odpoklicu presega obrestno mero obveznic brez te klavzule. Za izdajatelja obveznice je klavzula o odpoklicu nekakšna varovalka za plačevanje previsokih obresti, saj lahko ob padcu tržnih obrestnih mer svoje obveznosti refinancira po nižji obrestni meri.

Klavzula o odpoklicu določa, da mora izdajatelj v primeru predčasnega odkupa plačati imetniku obveznice znesek, ki presega njeno nominalno vrednost. Ta znesek se imenuje premija odpoklica (*call premium*) in je največkrat enak letnemu znesku obresti, če je obveznica odkupljena v prvem letu po izdaji. V naslednjih letih premija enakomerno pada po stopnji  $INT/N$  ( $INT$  je letni znesek obresti,  $N$  pa število let do dospelja). Običajno je obveznice mogoče odkupiti šele po nekaj letih (*call protection period*) po izdaji, najpogosteje 5 do 10 let (Brigham in Daves, 2002, str. 103).

### 2.2.3 Obrestna mera obveznice

Obrestna mera se določi že ob izdaji obveznice. Glede na obrestno mero delimo obveznice v dve glavni skupini in sicer na obveznice s fiksno obrestno mero, pri katerih je le-ta ves čas enaka, ter na obveznice z variabilno obrestno mero, pri katerih se le-ta občasno spreminja glede na spremembe v določeni referenčni obrestni meri.

Poleg določitve obrestne mere je potrebno določiti tudi način obračunavanja obresti. Ločimo konformni način obračunavanja obresti ter proporcionalni ali linearni način. Čeprav je konformni način obračunavanja obresti matematično pravilnejši, se v svetu veliko pogosteje uporablja proporcionalni način medletne kapitalizacije, ki je enostavnejši, zato tudi večina analitskih orodij temelji na takšnem načinu izračunavanja obresti.

Pri obračunavanju obresti je pri obveznicah pomemben tudi način štetja dni. V svetu obstajata dva glavna načina: "dejansko/dejansko" (dejansko število dni v obdobju in dejansko število dni v letu) in "30/360" (12 mesecev po 30 dni v letu).

### 2.2.4 Valuta izplačila obveznice

V svetu si izdajatelj pri izdaji obveznic lahko izbere valuto, na katero se bodo obveznice glasile ter tudi dejansko izplačevale. Kadar se obveznice glasijo na valuto, ki ni izdajateljeva in investitorjeva domača valuta, sta oba izpostavljena valutnemu tveganju,

seveda pa se takšne obveznice mnogokrat uporabljajo za zaščito pred valutnim tveganjem oziroma zmanjšanje izdajateljeve (investitorjeve) skupne izpostavljenosti. Z uvedbo evra in fiksnih navzkrižnih deviznih tečajev valut članic monetarne unije se je valutno tveganje na svetovni ravni zelo zmanjšalo.

Za razliko od obveznic v tujini, ki se dejansko izplačujejo v valuti, na katero se glasijo, so v Sloveniji običajne obveznice, ki se sicer glasijo na tujo valuto, izplačljive pa so v tolarjih po vnaprej določenem tečaju, običajno je to srednji tečaj Banke Slovenije na dan zapadlosti kupona. Takšna denominacija v tuji valuti služi kot instrument za ohranitev realne vrednostni naložbe, pomeni pa tudi izpostavljenost valutnemu tveganju.

### 2.2.5 Zavarovanje izplačila obveznice

Obveznice se med seboj razlikujejo tudi glede na jamstvo, ki ga je izdajatelj ponudil za izplačilo obveznice. Od vrste jamstva je močno odvisna varnost investitorjev oziroma kreditno tveganje, ki ga prevzemajo, zato se obveznice z različnimi oblikami zavarovanja ločijo po zahtevani donosnosti.

Razen državnih obveznic, ki so seveda najvarnejše, zato pa tudi najmanj donosne, so najvarnejše obveznice, pri katerih so terjatve upnikov zavarovane s hipoteko na nepremičninah izdajatelja v ustrezni vrednosti, ki mora biti seveda višja, kot so skupne terjatve iz obveznic (*mortgage bonds*).

Izdajatelji, ki nimajo ustreznega nepremičnega premoženja, lahko zavarujejo svoje obveznosti z zastavo vrednostnih papirjev, ki jih posedujejo (*collateral trust bonds*), lahko pa v zastavo prenesejo tudi svoje premoženo premoženje (*equipment trust certificates*).

Imetniki obveznic, ki niso zavarovane s premoženjem, imajo do izdajatelja enake terjatve kot ostali nepriviligirani upniki, zanje izdajatelj jamči z vsem svojim premoženjem. Zahtevana donosnost je višja kot za zavarovane obveznice, vendar pa finančno močna podjetja tudi z izdajo nezavarovanih obveznic še vedno dosežejo dovolj nizke stroške zadolževanja.

### 2.2.6 Rangiranje obveznic

Obveznicam se že od začetka prejšnjega stoletja pripisuje raven kakovosti, ki odseva verjetnost, da obveznost na njihovi podlagi ne bo poravnana. Razvrščanje obveznic temelji na analizi računovodskih izkazov podjetja in drugih dejavnikov, kot sta na primer narava njegove dejavnosti in njegov položaj v panogi. Institucionalni investitorji sami ocenjujejo tveganja posameznih obveznic, manjši investitorji pa se v svetu večinoma zanašajo na ocene kreditnega tveganja, ki jih objavljajo specializirane institucije. V Združenih državah Amerike so tri glavne agencije Moody's Investors Service (*Moody's*), Standard & Poor's Corporation (*S&P*) in Fitch Investors Service. V tabeli 1 je prikazano rangiranje obveznic, kot jih razvrščata agenciji S&P in Moody's.

Najvarnejše obveznice so pri S&P označene z AAA, pri Moody's pa z Aaa, najbolj špekulativne pa pri S&P z D, pri Moody's pa s C.

**Tabela 1:** Razvrščanje obveznic po Moody's in S&P

VARNE OBVEZNICE <i>Investment grade</i>					TVEGANE OBVEZNICE <i>Junk bonds</i>			
Moody's	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	C
S&P	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	D

Vir: Brigham in Daves, 2002, str. 122.

Tako S&P kot Moody's uporabljata različice obveznic razvrščenih nižje od trojnega A; S&P uporablja sistem + in -, Moody's pa oznake 1,2 in 3. Oznaka A+ označuje torej najmočnejšo obveznico kategorije A in A- najšibkejšo po rangiranju S&P. Pri Moody's pomeni A1 najmočnejšo obveznico znotraj kategorije A ter A3 najšibkejšo.

Obveznice označene z AAA in AA ter A in BBB sodijo v tako imenovane varne obveznice (*investment grade bonds*), medtem ko so obveznice označene z BB, B, CCC in D tiste, ki sodijo med špekulativne (*junk bonds*) obveznice, ki jih po ameriški zakonodaji banke in institucionalni vlagatelji ne smejo kupovati.

Predstavniki agencij, ki se ukvarjajo z rangiranjem obveznic, poudarjajo, da natančna formula za razvrščanje obveznic ne obstaja. Vsi navedeni dejavniki se sicer upoštevajo, vendar ne matematično natančno. Trditev izvira iz statističnih raziskav in dejstva, da so imeli tisti raziskovalci, ki so skušali razvrščati obveznice zgolj na podlagi količinskih podatkov, zelo majhen uspeh.

Razvrščanje obveznic je pomembno tako za podjetje kot za vlagatelje. Rangiranje obveznic podjetja neposredno vpliva na višino obrestne mere izdane obveznice.

V Sloveniji agencij za ocenjevanje kreditnega tveganja (razvrščanje, rangiranje) nimamo. Ocenjevanje kreditnega tveganja je prepuščeno posameznim investitorjem.

### **2.3 OBLIKOVANJE CENE OBVEZNICE**

Cena obveznice, ki kotira na borzi oziroma sekundarnem trgu vrednostnih papirjev, je odvisna od ponudbe in povpraševanja na tem trgu. Za razliko od delnic, se cena obveznic ne oblikuje absolutno v številu denarnih enot, temveč relativno, v odstotkih odstopanja od nominalne vrednosti obveznice oziroma od 100 odstotkov.

Če je tržna vrednost obveznice enaka njeni nominalni vrednosti, je tudi stopnja donosa obveznice (*yield*) enaka nominalni obrestni meri, ki jo prinaša ta obveznica.

Cena obveznice oziroma njen tečaj se spremeni, če se spremeni ponudba in/ali povpraševanje po njej.

Povečanje povpraševanja po določeni obveznici bo povzročilo dvig njene cene ter s tem manjšo donosnost te obveznice. Povečano povpraševanje je lahko posledica nižjih pričakovanih obrestnih mer, povečane likvidnosti na trgu obveznic, rastočega gospodarstva ali pa manjšega tveganja glede cenovnih gibanj obveznic. Povečanje ponudbe določene obveznice pa povzroči padec njene cene ter s tem višjo donosnost obveznice. Večja ponudba je lahko posledica boljših obetov glede prihodnjih dobičkov od investicij, povečanih inflacijskih pričakovanj pri dani ravni nominalnih obrestnih mer

ali pa večjega zadolževanja države, ki financira proračunski deficit z izdajami novih obveznic.

Cena obveznice je določena z višino obrestne mere kupona, dolžino roka do dospelja in tržno obrestno mero. Ker sta obrestna mera kupona ter rok do dospelja obveznice dana, je cena obveznice odvisna od tržne obrestne mere (zahtevane donosnosti). Cene obveznic se torej spreminjajo s spreminjanjem tržnih obrestnih mer v času.

Ceno obveznic lahko izračunamo z enačbo (Prohaska, 1999, str.59):

*enačba 1*

$$PV = \frac{R_1}{(1+i)} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \Lambda + \frac{R_n}{(1+i)^n} + \frac{F}{(1+i)^n}$$

- PV - cena ali sedanja vrednost obveznice  
R - znesek periodično izplačanih obresti  
i - obrestna stopnja oziroma stopnja donosa do dospelja  
n - število let do dospelja  
F - nominalna vrednost obveznice, ki se vrača ob dospelju

Cena obveznice je torej enaka sedanji vrednosti pričakovanih prihodnjih denarnih pritokov obveznice, pri čemer je diskontna stopnja enaka donosnosti primerljivih obveznic. Iz enačbe sledi, da se v primeru znižanja tržnih obrestnih mer cena obveznic poveča in obratno: ko tržne obrestne mere narastejo, cena obveznic pade. Velja torej zakonitost, da je cena obveznice obratno sorazmerna z višino tržne obrestne mere. Čim večja je stopnja donosa (i) v imenovalcu, tem nižja je cena (PV) obveznice.

V primeru, ko je obrestna mera kupona obveznice enaka tržni obrestni meri oz. zahtevani stopnji donosa obveznice, je cena obveznice enaka njeni nominalni vrednosti. Takšna obveznica prinaša investitorju donos, ki je označen na obveznici.

V primeru, ko je obrestna mera kupona obveznice manjša od zahtevane donosnosti oz. tržne obrestne mere, je cena obveznice nižja od njene nominalne vrednosti. Taka obveznica se prodaja z določenim diskontom, ki prinaša investitorju določen tečajni dobiček, ki razdeljen na preostali čas odplačevanja obveznice, izboljšuje realni donos obveznice v primerjavi z nominalnim donosom.

Če je obrestna mera kupona obveznice večja od zahtevane donosnosti oz. tržne obrestne mere, pa cena obveznice zraste nad njeno nominalno vrednost. Taka obveznica se prodaja z določeno premijo, kar pomeni za investitorja določeno tečajno izgubo, ki razdeljena na preostali čas odplačevanja obveznice, zmanjšuje realni donos obveznice v primerjavi z nominalnim donosom.

## 2.4 TVEGANJE OBVEZNIC

Obveznice imajo vrsto značilnosti, po katerih se z vidika tveganja med seboj razlikujejo, pri čemer gre za različno donosnost, ki ni nujno enaka pričakovani. Imetniki obveznic so izpostavljeni različnim vrstam tveganj, od katerih so po Fabozziju (1989, str. 2) najpogostejša:

- Tveganje obrestne mere,
- tveganje reinvestiranja,

- kreditno tveganje,
- tveganje odpoklica,
- tveganje inflacije,
- tveganje spremembe tečaja tuje valute,
- tveganje nizke likvidnosti.

Čim večje je skupno tveganje določene obveznice, večjo premijo za tveganje in s tem tudi večjo donosnost obveznice zahtevajo investitorji.

#### 2.4.1 Tveganje obrestne mere

Tveganje obrestne mere nastane zaradi gibanja cen obveznic. Cene obveznic se namreč gibljejo v nasprotno smer kot spremembe tržnih obrestnih mer. Če se tržne obrestne mere povečujejo (padajo), bo cena obveznic padla (se povečala). Za investitorje, ki bo obdržal obveznico do zapadlosti, spremembe tržnih obrestnih mer in s tem povezane spremembe cen obveznic pred zapadlostjo, niso zanimive. Veliko več investitorjev je takšnih, ki bodo obveznice prodali pred njihovo zapadlostjo. Povečanje tržne obrestne mere v primerjavi s časom, ko je bila obveznica kupljena oziroma izdana, pomeni zmanjšanje njene vrednosti. Za investitorje, ki želijo take obveznice prodati, pa to pomeni kapitalsko izgubo. Takšno tveganje imenujemo tveganje obrestne mere.

#### 2.4.2 Tveganje reinvestiranja

Tovrstno tveganje je tesno povezano s tveganjem obrestne mere, saj pri računanju donosnosti do dospelja predpostavljamo, da bomo lahko denarne pritoke od kuponov sproti reinvestirali po enaki obrestni meri, kot je veljala na dan izračuna. Možnost, da bomo morali pritoke od kuponov reinvestirati po nižji obrestni meri od omenjene, imenujemo tveganje reinvestiranja.

V primeru, da se tržne obrestne mere zmanjšajo, bo imetnik obveznice lahko investiral denarne pritoke od kuponov le po novi, nižji obrestni meri. To pa pomeni, da bo donosnost do dospelja nižja, kot je načrtoval pred znižanjem tržnih obrestnih mer.

Velja opozoriti na dejstvo, da sta tveganje obrestne mere in tveganje reinvestiranja obratno sorazmerna. Tveganje obrestne mere je tveganje, da bodo tržne obrestne mere zrasle in tako zmanjšale ceno obveznic. Tveganje reinvestiranja pa pomeni, da bodo obrestne mere padle.

#### 2.4.3 Kreditno tveganje

Kreditno tveganje je tveganje, da izdajatelj obveznic ne bo izpolnil svojih obveznosti (izplačilo kuponov, oziroma glavnice), ali pa jih ne bo izpolnil ob določenem roku.

S spremljanjem kreditnega tveganja se ukvarjajo za to specializirane organizacije. Rangiranje izdajateljev, ki ga pripravljajo tovrstne organizacije, je tudi pomemben pripomoček pri določanju višine obrestne mere za nadaljnje izdaje obveznic. (Glej točko 2.2.6.).

#### 2.4.4 Tveganje odpoklica

Pri določenih obveznicah si izdajatelj obdrži pravico, da lahko del ali celotno izdajo obveznic odpokliče (odkupi jih že pred njihovo dospelostjo). To stori v primeru, da se tržne obrestne mere močno znižajo in padejo pod kuponsko obrestno mero obveznice.

Z odkupom obveznic, lahko izdajatelj s hkratno izdajo novih obveznic z nižjo obrestno mero, refinancira svoj dolg po ugodnejših pogojih. Cena, po kateri lahko izdajatelj odpokliče obveznice, je znana vnaprej ter seveda višja od njene nominalne vrednosti.

Za investitorja imajo obveznice z možnostjo odpoklica več pomanjkljivosti:

- Vnaprejšnji donos obveznic ni znan.
- Investitor je izpostavljen reinvesticijskemu tveganju, saj bo izdajatelj odkupil obveznice ob znižanju tržnih obrestnih mer.
- Kapitalski potencial obveznic se zmanjša.

#### 2.4.5 Tveganje inflacije

Obveznice s fiksno obrestno mero po definiciji obljublajo natančno določena izplačila ob določenih rokih. Ker je znesek izplačil fiksni, je realna vrednost izplačil odvisna od spremembe nivoja cen. Če se nivo cen zviša, se s tem zniža realna vrednost izplačil. Pri vseh obveznicah s fiksno obrestno mero torej obstaja tveganje, da bo zaradi visoke inflacije kupna moč vseh prejemkov (obresti od kuponov in glavnica), ki jih bo prejel investitor na koncu dobe investiranja, manjša, kot je bila na začetku. To se zgodi, v kolikor stopnja inflacije presega donosnost obveznice. Tveganje, da bo realna donosnost obveznice manjša od nominalne, je tveganje inflacije.

#### 2.4.6 Tveganje spremembe tečaja tuje valute

V primeru, da so obveznice denominirane v tuji valuti, investitor ne ve natančno, kolikšni bodo njegovi bodoči denarni pritoki izraženi v domači valuti, ker so le ti odvisni od medvalutnega razmerja tuje valute in domače valute.

Če bo vrednost domače valute v primerjavi z valuto, v kateri je denominirana obveznica, zrasla od dneva nakupa, bo donosnost obveznice investitorja izražena v domači valuti manjša od načrtovane. Nevarnost, da bo sprememba medvalutnega tečaja zmanjšala dejansko donosnost obveznice imenujemo tveganje spremembe tečaja valute.

#### 2.4.7 Tveganje nizke likvidnosti

Likvidnost obveznice pomeni možnost njene takojšnje prodaje po ceni, ki odraža njeno sedanjo vrednost. Osnovno merilo likvidnostnega tveganja je velikost razlike med ponudbeno ceno obveznice in izvršilno ceno obveznice, torej ceno, po kateri je obveznica prodana. Čim večja je razlika med njima, tem večje je likvidnostno tveganje. Likvidnost obveznic je običajno močno odvisna od skupne vrednosti izdaje obveznic in razvitosti sekundarnega trga vrednostnih papirjev ter od tržnih pogojev, ki se nanašajo na splošno stanje trga obveznic v določenem trenutku.

## 2.5 DONOSNOST OBVEZNIC

Donosnost obveznice je eden od najpomembnejših faktorjev, ki jih investitorji proučujejo, medtem ko se odločajo, v katere obveznice bi investirali. Donosnost obveznice je razmerje med njenim denarnim donosom in ceno naložbe. Donosnost ali stopnja donosa se običajno izraža v odstotkih. Pojem donos pa označuje število denarnih enot, ki jih investitor prejme v določenem obdobju (običajno letu) nad vsoto dospele naložbe, pri čemer z "dospelo naložbo" mislimo na tisti del naložbe, ki v določenem obdobju dospe (Mramor, 2000, str. 73).

V teoriji je znanih več vrst donosnosti, po katerih ocenjujemo in razvrščamo obveznice. Najbolj običajne vrste donosnosti obveznic so nominalna donosnost, tekoča donosnost, donosnost do dospelja, donosnost v določenem obdobju in donosnost do odpoklica obveznice.

### 2.5.1 Nominalna donosnost

Nominalna donosnost (*stated yield*) je najosnovnejša oblika donosnosti, ki nima skoraj nobene analitične vrednosti, pač pa imetniku obveznice pove le, kakšno izplačilo obresti lahko pričakuje konec vsakega obdobja do dospelosti obveznice. Gre torej za donosnost, ki je enaka kuponski obrestni meri obveznice. Izdajatelj se zavezuje, da bo po nominalni donosnosti izplačeval obresti na glavnico.

### 2.5.2 Tekoča donosnost

Tekoča donosnost (*current yield*) je razmerje med letnimi plačili kuponskih obresti in tržno ceno obveznice, izraženo v odstotkih (Brigham, 2002, str. 115). Gre za primerjavo vrednosti kupona s trenutno tržno vrednostjo obveznice.

$$y_c = \frac{i_n}{P_b}$$

*enačba 2*

- Y<sub>c</sub> - tekoča donosnost
- i<sub>n</sub> - nominalna obrestna mera
- P<sub>b</sub> - nakupna cena obveznic

Tekoča donosnost je višja (nižja) od nominalne, če se obveznice prodajajo ali kupujejo po nižji (višji) ceni od nominalne.

Tekoča donosnost ne upošteva možnosti realizacije kapitalskega dobička ali izgube ob prodaji, niti ne upošteva časovnega horizonta investicije, zato se uporablja predvsem za primerjavo donosnosti med obveznicami krajše ročnosti.

### 2.5.3 Donosnost do dospelja

Donosnost do dospelja (*yield to maturity - YTM*) predstavlja najpomembnejši in tudi najbolj razširjen model vrednotenja obveznic.

Donosnost do dospelja je tista obrestna mera, s katero diskontiramo vse bodoče denarne pritoke obveznice in jih izenači s trenutno tržno ceno obveznice ob predpostavki, da investitor hrani obveznico do njenega dospelja. Donosnost do dospelja predstavlja

notranjo stopnjo donosa investicije v obveznico, ki jo realiziramo, če obveznico kupimo danes in jo hranimo do dospelja.

Donosnost do dospelja upošteva časovno komponento vrednosti denarja, zato temelji na sedanji vrednosti denarnih tokov, postopek izračuna pa je enak kot pri izračunu interne stopnje donosnosti.

Donosnost do dospelja, temelji kot vsak izračun sedanje vrednosti, na nekaterih predpostavkah :

- Vsa izplačila kuponov in glavnice so opravljena točno po amortizacijskem načrtu obveznice.
- Investitor hrani obveznico do njenega dospelja.
- Investitor mora vse obresti, ki jih dobi izplačane od kuponov, takoj reinvestirati po obrestni meri, ki je enaka izračunani donosnosti do dospelja.

Ker je zgoraj navedene predpostavke v praksi težko v celoti izpolniti, se dejanska donosnost obveznice razlikuje od izračunane donosnosti, ki je tako le približek dejanski donosnosti. Gornje predpostavke pa moramo tembolj upoštevati, čim višja je kuponska obrestna mera obveznice in tem daljši je njen rok do dospelja, saj vsako odstopanje povzroči spremembo dejanske dosežene donosnosti. To donosnost lahko izračunamo šele ob dospelju obveznice, ker nam v tem trenutku ni znana obrestna mera, po kateri bomo reinvestirali izplačane kuponske obresti vse do dospelja obveznice.

Enačba za izračun donosnosti do dospelja (YTM) je naslednja (Brigham, 2002, str. 107):

$$P_B = \sum_{t=1}^N \frac{R}{(1+YTM)^t} + \frac{F}{(1+YTM)^N} \quad \text{enačba 3}$$

- $P_B$  - tržna vrednost obveznice  
 $R$  - letni kuponi  
 $YTM$  - donosnost do dospelja  
 $F$  - nominalna vrednost obveznice  
 $N$  - število let do dospelja

V tej enačbi je potrebno poiskati tisto obrestno mero YTM, ki bo izenačila sedanjo vrednost toka denarnih prejemkov obresti od kuponov in nominalne vrednosti obveznice s trenutno tržno ceno obveznice. YTM lahko izračunamo s pomočjo finančnega kalkulatorja, finančnih tabel , najenostavnejši pa je izračun s pomočjo računalniškega programa v Excelu.

Enačba za izračun donosnosti do dospelja pri polletnem izplačilu kuponov pa je sledeča (Brigham, 2002, str. 115):

$$P_B = \sum_{t=1}^{2N} \frac{\frac{R}{2}}{\left(1 + \frac{YTM}{2}\right)^t} + \frac{F}{\left(1 + \frac{YTM}{2}\right)^{2N}} \quad \text{enačba 4}$$



#### 2.5.4 Donosnost do odpoklica

Izdajatelji nekaterih obveznic, si pri izdaji zadržijo pravico do predčasnega odpoklica obveznice, po vnaprej določeni ceni. Do odpoklica ponavadi pride v primeru velikega znižanja tržnih obrestnih mer. V tem primeru je donosnost do odpoklica (*yield to call*) lahko bolj točna ocena dejanske donosnosti, kot je donosnost do dospelja.

Tehnika za izračun donosnosti do odpoklica je identična tehniki za izračun donosnosti do dospelja, le da se rok do dospelja zamenja s pričakovanim rokom odpoklica, nominalna vrednost obveznice pa se zamenja z odpoklicano (nominalna povečana za premijo za odpoklic).

Enačba za izračun donosnosti do odpoklica je sledeča:

$$P_B = \sum_{t=1}^N \frac{R}{(1 + YTM)^t} + \frac{P_C}{(1 + YTM)^N} \quad \text{enačba 5}$$

$P_C$  - odpoklicana cena obveznice  
 $N$  - število let do odpoklica

Enačba za izračun donosnosti do odpoklica pri obveznicah s polletnim izplačevanjem kuponov pa je:

$$P_B = \sum_{t=1}^{2N} \frac{\frac{R}{2}}{(1 + \frac{YTM}{2})^t} + \frac{P_C}{(1 + \frac{YTM}{2})^{2N}} \quad \text{enačba 6}$$

## 2.6 ZAMENLJIVA OBVEZNICA

Zamenljive obveznice uvrščamo skupaj z prednostnimi delnicami ter obveznicami z nakupnim bonom, med tako imenovane hibridne vrednostne papirje, ki imajo nekatere značilnosti dolžniških vrednostnih papirjev, druge pa so bolj podobne značilnostim lastniških vrednostnih papirjev.

Zamenljive obveznice dajejo imetniku obveznice možnost, da zamenja obveznico za določeno število delnic izdajatelja obveznice (*convertible bonds*) ali delnic, ki jih je izdal nekdo drug (*exchangeable bonds*). Prednost za izdajatelja takšnih obveznic je v nižji zahtevani donosnosti za takšne obveznice v primerjavi z navadnimi, saj mora investitor za možnost zamenjave opcije nekaj plačati.

Na klasično zamenljivo obveznico lahko gledamo kot na navadno obveznico z nakupnim bonom ali nakupno opcijo za delnice izdajatelja, zato za vrednotenje zamenljivih obveznic uporabljamo metode za vrednotenje opcij.

Druga prednost za izdajatelja je, da na ta način lahko poveča lastniški kapital pod ugodnejšimi pogoji, kot z neposredno izdajo delnic. Izdajatelj, ki pričakuje, da bo cena njegovih delnic zrasla, bo lahko z izdajo zamenljivih obveznic, pri katerih bo izvršilna cena nad tržno ceno delnic ob izdaji obveznic, dejansko izdal manj delnic, kot če bi jih izdal neposredno.

Ker večina zamenljivih obveznic vsebuje tudi nakupno opcijo izdajatelja, lahko izdajatelj, če cena delnic dovolj zraste, sam izzove zamenjavo za delnice in tako doseže dejansko lastniško financiranje.

Zamenljive obveznice so običajno tudi podrejene ostalim obveznostim izdajatelja, zato si z njihovo izdajo izdajatelj ne zapira dostopa do navadnega zadolževanja.

Slabosti pri izdaji zamenljivih obveznic so v tem, da bi bil izdajatelj, če bi cena delnic močno narasla, verjetno na boljšem, če bi počakal in po porastu cene neposredno izdal delnice, če pa cena delnic ne naraste dovolj, ostane izdajatelju dolg, ki ga ne more spremeniti v lastniški kapital (Brigham, 2002, str. 683).

Prednost zamenljivih obveznic za investitorja je v tem, da lahko pridobijo, če cena delnic izdajatelja zraste, saj se dvigne tudi cena zamenljivih obveznic, če pa cena delnic pade, se bo cena zamenljivih obveznic znižala le do ravni navadnih obveznic izdajateljev z enakim kreditnim tveganjem.

Zamenljive obveznice so tako zanimive za investitorje, ki imajo omejitve pri naložbah v lastniške vrednostne papirje, na primer banke in zavarovalnice, saj jim omogočajo udeležbo pri izdajateljevi rasti brez dejanske kapitalne naložbe.

Rast cene delnice povzroči tudi rast cene zamenljive obveznice in investitorju ni potrebno izvesti zamenjave, ampak obveznico lahko proda.

Slabost za investitorja je nižja donosnost do dospelja, ki jo imajo zamenljive obveznice v primerjavi z navadnimi obveznicami s primerljivim kreditnim tveganjem, z odpoklicem obveznice (pri nakupni opciji) izsiljena konverzija, pa zmanjšuje možnost zaslužka ob porastu cene delnice. Če se pričakovanja o porastu cene delnic ne uresničijo, ostane investitor z obveznico, ki ima nižjo donosnost kot navadna obveznica, opcija zamenjave pa je zanj brez vrednosti (Ritchie, 1995, str. 63).

Pri zamenljivih obveznicah je izredno pomembna ustrezna določitev tako imenovanega menjalnega razmerja (»conversion ratio«), ki pove, koliko navadnih delnic bo imetnik zamenljivih obveznic prejel ob konverziji. Na menjalnem razmerju temelji cena zamenjave (»conversion price«), to je efektivna cena, ki jo investitor plača za navadno delnico ob konverziji. Medtem ko Mramor (1993, str. 250) pravi, da običajno podjetja določajo to ceno zamenjave za 15% višje od trenutne tržne cene navadnih delnic, Ribnikar (1990, str. 367) omenja 20% višjo ceno, Brigham (2002, str. 679) pa omenja 20-30% kot tipičen pribitek nad tržno ceno navadne delnice ob izdaji zamenljivih obveznic.

Menjalno razmerje je ponavadi fiksno za celotno obdobje od izdaje do dospelja zamenljive obveznice, spremeni se lahko le v primerih razdelitve ali združitve delnic, ali v primeru zamenjave delnic za delnice z drugačno nominalno vrednostjo. V teh primerih se menjalno razmerje ustrezno prilagodi.

Naslednje pomembno določilo ob izdaji zamenljivih obveznic je obdobje, v katerem se lahko opravi zamenjava. To obdobje se ponavadi ne začne takoj po izdaji zamenljivih obveznic, pač pa šele čez nekaj časa in lahko traja le določeno obdobje, ali pa vse do dospelja zamenljivih obveznic.

Ob izdaji zamenljivih obveznic delniška družba potencialno povečuje delniški kapital, zato mora sprejeti odločitev o izdaji zamenljivih obveznic skupščina delniške družbe in to s tričetrtinsko večino. Ponavadi imajo ob večji izdaji zamenljivih obveznic obstoječi delničarji prednostno pravico nakupa (*preemptive rights*), ki jim omogoča ohraniti njihov delež v kapitalu delniške družbe.

Zamenljive obveznice izdajajo predvsem ameriška podjetja, druge pa nanje gledajo bolj kot na eksotične instrumente, čeprav ima trg zamenljivih obveznic obseg več kot 350 milijard ameriških dolarjev. V Evropi so se pojavile pred kratkim, predvsem v obliki evroobveznic (*euroconvertibles*). V Nemčiji je to eden najhitreje rastočih trgov. V začetku leta 1996 ga praktično ni bilo, konec leta 1997 pa je bil njegov obseg že več kot 4,7 milijarde ameriških dolarjev (Dudley, 1997, str. 77).

## 2.7 ZAPRTA PRODAJA OBVEZNIC

Podjetja se pri pridobivanju dolžniškega kapitala velikokrat odločijo za zaprto prodajo svojih vrednostnih papirjev. Eden od poglavitnih razlogov za zaprto prodajo je, da podjetje ne more prodati svojih obveznic na odprtem trgu zaradi neobstoječe ali prenizke ocene svoje kreditne sposobnosti, kar je lahko povezano tudi z majhnostjo in nepoznavanjem podjetja v javnosti. Posamezne finančne institucije pa so pripravljene narediti kreditno analizo podjetja in na osnovi rezultatov teh analiz so nato v mnogih primerih pripravljene prevzeti tveganje dolgoročnih upniških naložb v takšno podjetje, ob višji zahtevani donosnosti, kot je na razpolago na odprtem trgu.

Tudi podjetja, katera bi lahko prodala svoje obveznice na odprtem trgu kapitala, se pogosto odločajo za zaprto prodajo zaradi nižjih stroškov in krajšega časa izdaje pri zaprti prodaji, poleg tega pa morajo podjetja pri odprti prodaji javnosti razkriti veliko podatkov o svojem poslovanju, kar lahko v določeni meri poslabša njihov konkurenčni položaj. Pri zaprti prodaji podjetje razkrije svoje poslovanje samo kupcem obveznic.

Naslednji razlog za zaprto prodajo je precej manjša zapletenost v primerjavi z odprto prodajo, saj je relativno zapletene finančne transakcije lažje razložiti finančnim strokovnjakom kot javnosti. Tudi pogoji odplačila so lahko veliko bolj prilagojeni finančnim potrebam podjetja, v primeru finančnih težav se je lažje dogovoriti o spremembah pogojev z enim ali nekaj kupci, kot pri odprti prodaji z mnogimi upniki.

Vse te prednosti zaprte prodaje pa so prednosti le toliko časa, dokler je njihov skupni učinek večji od razlike v višini obrestnih mer, ki jih mora podjetje običajno plačati pri zaprti oziroma pri odprti prodaji (Mramor, 1993, str. 270).

Pri zaprti prodaji se delo, prav tako kot pri javni ponudbi, prične s pripravo osnutka ponudbenega memoranduma, hkrati pa se takoj pričnejo razgovori s potencialnimi investitorji. Ko je izbrana ciljna skupina investitorjev, se na razgovorih določijo osnovne lastnosti pogodbe o nakupu obveznic in razjasnijo morebitna vprašanja investitorjev v zvezi z izdajateljevim položajem ali obveznicami (*due dilligence meeting*). Postopek se nadaljuje s pripravo ustrezne dokumentacije:

- Ponudbenega memoranduma, ki vsebuje opis izdajatelja in obveznic, vendar je manj podroben kot prospekt za javno ponudbo.
- Kupoprodajne pogodbe med izdajateljem in investitorji, saj pri zaprti ponudbi ni navzoča investicijska banka ali sindikat, ki bi prevzel podajo obveznic.

Po opravljeni zaprti prodaji obveznic se z njimi ne začne aktivno trgovati na sekundarnem trgu, saj se obveznice ne morejo uvrstiti na organiziran trg vrednostnih papirjev, pa tudi investitorji v nejavno ponujene obveznice so navadno takšni, ki obveznice obdržijo do zapadlosti.

### 3. FINANČNO PRESTRUKTURIRANJE VIROV SREDSTEV

Finančno prestrukturiranje virov sredstev je nujen element strategije večine prezadolženih podjetij, ki se rešujejo iz finančne krize. V tem poglavju so analizirane možnosti, ki jih ima podjetje v finančni krizi pri prestrukturiranju svojih virov sredstev z namenom znižanja in/ali odložitve svojih obveznosti ali pridobitve novih finančnih sredstev s povečanjem osnovnega kapitala z vložki in izdajo novih finančnih instrumentov, da bi podjetje odpravilo ali se izognilo dejanski ali grozeči insolventnosti.

Dosedanjim lastnikom podjetja se pri takem prestrukturiranju virov sredstev ne zmanjša njihova naložba v podjetje, lahko pa se v primeru, da pride do povečanja lastniškega kapitala podjetja s konverzijo upniških terjatev v deleže oziroma delnice podjetja ali s povečanjem osnovnega kapitala z vložki, zmanjša njihov delež v celotnem kapitalu podjetja. Ker v primeru, da gre podjetje v finančni krizi v stečaj, lastniki ponavadi povsem izgubijo svojo naložbo, so ti kljub temu zainteresirani za takšen način reševanja podjetja iz krize.

#### 3.1 PRESTRUKTURIRANJE DOLŽNIŠKIH VIROV SREDSTEV

Podjetja se lotevajo prestrukturiranja svojih dolžniških virov sredstev na dva načina. Prvi je v direktnem, izvensodnem dogovoru z vsakim upnikom o zmanjšanju obveznosti in odložitvi plačila obveznosti, drug način pa je zmanjšanje obveznosti in odložitev plačila obveznosti v okviru postopka prisilne poravnave, ki poteka na sodišču.

Copeland in Weston (1992, str. 1148) navajata, da morajo biti za uspešno prestrukturiranje dolžniških virov sredstev nasploh, še posebno pa za možnost izvensodnega prestrukturiranja virov sredstev, ponavadi izpolnjeni vsaj naslednji trije pogoji:

- Dolžniško podjetje oziroma njegovi lastniki ter management morajo imeti dober sloves v smislu dosedanjega spoštovanja obveznosti ter iskanja možnosti za nadaljnje spoštovanje obveznosti.
- Upniki morajo ocenjevati, da se je dolžniško podjetje sposobno rešiti iz krize.
- Razmere v širšem okolju ter v panogi, v kateri deluje podjetje, morajo biti ugodne.

Možnosti za izvensodni dogovor med dolžnikom in upniki o odložitvi obveznosti so večje v primeru, da gre za dolžnika, ki je sicer uspešen, začasno pa ni sposoben poravnati vseh svojih obveznosti (Brigham, 2002, str. 838)

Izvensodni dogovor o prestrukturiranju dolžniških obveznosti podjetja ima vsaj naslednje prednosti (Copeland in Weston, 1992, str. 1149):

- Tako lastniki, kot upniki podjetja, imajo z izvensodnim prestrukturiranjem finančnih obveznosti nižje stroške.
- Izvensodno prestrukturiranje je v večini primerov sklenjeno hitreje.
- Podjetja, ki uspejo izvensodno prestrukturirati svoje finančne obveznosti, so deležna manj negativne publicitete v javnosti.

Za izvensodno prestrukturiranje dolžniških virov sredstev se podjetja v Sloveniji uspejo dogovoriti predvsem v primerih, ko imajo le banko kot svojega velikega upnika in se z njo uspejo dogovoriti o reprogramiranju posojila. Kakor hitro je upnikov podjetja več, se je z vsemi zelo težko sporazumeti.

### **3.2 KONVERZIJA DOLGA V DELEŽE ALI DELNICE PODJETJA**

Kadar prezadolženo podjetje uspe prepričati svoje upnike v možnost rešitve iz finančne krize, se ti pogosto odločijo za konverzijo svojih terjatev v deleže oziroma delnice podjetja. To storijo v primeru, da pričakujejo, da bodo v prihodnosti od svojih deležev oziroma delnic dobili več, kot od svojih upniških terjatev danes.

Konverzija dolga v korporacijski delež pomeni spremembo upnikove pravice zahtevati izpolnitev praviloma denarne obveznosti (dolga) v korporacijske pravice, ki se lahko pri družbi z omejeno odgovornostjo izražajo v obliki deležev, pri delniški družbi pa v obliki delnic (Plavšak, 1992, str. 645).

Pri tem gre posledično tudi za povečanje dolžnikovega osnovnega kapitala s stvarnimi vložki, kajti upniki za delnice, ki jih prejmejo, ne vplačajo nobenega denarnega vložka, temveč prepustijo svojo terjatev, ki jo imajo do podjetja, samemu podjetju (Kocbek, 1995, str. 228).

Dolžnik lahko upnikom ponudi možnost konverzije njihove denarne terjatve v deleže in delnice dolžnika v vsakem trenutku. Pri tem jih mora prepričati, da je takšna konverzija v njihovem interesu, kar pomeni, da lahko od teh delnic oziroma deležev v bodočnosti pričakujejo več, kot od svojih terjatev.

Takšna konverzija je še posebno zanimiva v primeru finančne krize podjetja. Upniki podjetij, ki so prezadolžena in jim zato grozi stečaj, lahko v mnogih primerih računajo le na povračilo majhnega odstotka svojih terjatev iz stečajne mase, zato so mnogokrat pripravljena sodelovati pri sanaciji prezadolženosti podjetja tudi s konverzijo svojih terjatev v deleže, saj lahko v tem primeru z večjo verjetnostjo računajo na poplačilo večjega deleža svojih terjatev enkrat v prihodnosti.

Za podjetje v krizi je zanimivo predvsem povečanje lastniškega kapitala z vplačilom novih denarnih vložkov. Tako podjetje pridobi svež denar, ki ga v finančni krizi nujno potrebuje. Pogosto pa gre tudi za zamenjavo terjatev upnikov v lastniške deleže podjetja, pri čemer podjetje ne pridobi svežega denarja, se mu pa zato zmanjšajo obveznosti.

Pri družbah, ki niso v finančni krizi, pa povečanje osnovnega kapitala z vložki ni vedno pogojeno s potrebo družbe po dodatnih virih sredstev, ampak so v ozadju mnogokrat tudi interesi glede strukturnih sprememb med lastniki, interesi do pridobitve kontrolnega deleža, interesi do prevzema podjetja s strani tretjih oseb in podobno.

Odločitev o povečanju osnovnega kapitala z vložki je ena najpomembnejših odločitev v delniški družbi, saj bistveno posega v obstoječa lastniška razmerja v družbi. O povečanju odloča skupščina delniške družbe. V Zakonu o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/93), je za sprejetje sklepa o povečanju osnovnega kapitala z vložki določena najmanj tričetrtinska večina pri sklepanju zastopanega osnovnega kapitala.

Povečanje osnovnega kapitala z vložki se lahko izvede samo z izdajo novih delnic. Te delnice lahko prevzamejo obstoječi delničarji ali pa jih vpišejo in vplačajo tretje osebe. Vse delnice, ki se izdajo v okviru povečanja osnovnega kapitala, morajo biti vpisane in vplačane do vnaprej predvidenega zneska pred registracijo povečanja osnovnega kapitala (Kocbek, 1995, str. 214). Delnice, ki se izdajo ob povečanju osnovnega kapitala z vložki, se lahko vplačajo bodisi v denarju, bodisi s stvarnimi vložki (Kocbek, 1995, str. 225). Ta zakonska določba je še posebno pomembna zaradi zagotovitve možnosti konverzije terjatev upnikov v delnice dolžnika (*debt to equity swap*). Povečanje osnovnega kapitala z vložki mora pregledati revizor, vpis povečanja osnovnega kapitala pa lahko zavrne tudi sodišče, v primeru, da je vrednost stvarnega vložka znatno nižja od nominalnega zneska delnic, ki jih je treba zanj zagotoviti (Zakon o gospodarskih družbah, 1993).

Obstoječi lastniki imajo prednostno pravico pri nakupu novih delnic v sorazmerju z njihovimi deleži v osnovnem kapitalu. Ta zakonska določba je pomembna zaradi zagotovitve sorazmernega lastniškega deleža obstoječih delničarjev v delniški družbi in se lahko spremeni le z zakonsko določeno tričetrtinsko večino glasov pri sklepanju na skupščini prisotnega osnovnega kapitala.

### **3.3. FINANČNO PRESTRUKTURIRANJE PODJETJA Z IZDAJO HIBRIDNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV**

Hibridi so finančni instrumenti, ki so po svojih lastnostih nekakšna kombinacija lastniškega kapitala in dolga. Nekateri so po svojih značilnostih bližje lastnostim dolga, drugi pa so bolj podobni lastniškemu kapitalu, zato jih imenujemo tudi »kvazi« *equity* ali *dequity*.

Hibridi so zelo primerni za finančno prestrukturiranje, saj omogočajo prikrojitev prestrukturiranja specifičnim interesom posameznih skupin upnikov, kakor tudi finančnim možnostim podjetja dolžnika.

Za finančno prestrukturiranje so najprimernejši naslednji hibridni vrednostni papirji :

- Kumulativne prednostne delnice s fiksnim donosom,
- odkupljive prednostne delnice s fiksnim donosom,
- prednostne delnice s prodajno opcijo imetnika,
- participativne prednostne delnice,
- dohodkovne obveznice,
- zamenljive obveznice,
- obveznice brez obveznosti vračila glavnice,
- dolžniški instrumenti s pravicami za nakup delnic,
- subordinirane zadolžnice,
- delnice z določenimi omejitvami in delniške opcije.

## **4. KRIZA PODJETJA SALONIT ANHOVO**

### **4.1 KRATKA ZGODOVINA PODJETJA**

Zgodovina podjetja sega v prva leta prejšnjega stoletja, ko je domačin Ivan Nibrant ob kuhi apna naletel na sivi prah odličnih vezivnih lastnosti, italijanski podjetnik Emil Stock, sicer že takrat lastnik cementarne v Splitu, pa vizionarsko ocenil naravne vire

surovin in primerno lego ob Soči ter v dveh letih postavil cementarno s skromno kapaciteto 160 ton klinkerja dnevno, ki je začela obratovati leta 1921. Še istega leta je postavil tovarno azbestcementnih plošč po Hatshekovi tehnologiji (ki so jo že uporabljali avstrijski, italijanski, madžarski in nemški Eternit), leto kasneje pa še stroj za proizvodnjo azbestcementnih cevi. Tako je zraslo podjetje »Cementi Isonzo, S.A.«, ki je v kasnejših letih vse do druge svetovne vojne večkrat menjavalo lastnike in nazive. Z meddržavno pogodbo je po drugi svetovni vojni tovarno odkupila jugoslovanska vlada.

Kasnejše investicije, med katerimi so najpomembnejše: izgradnja rotacijske peči v cementarni Polje z dnevno kapaciteto 350 ton klinkerja v letu 1961, novi liniji za proizvodnjo azbestcementnih cevi in plošč v letih 1970-1971, predvsem pa izgradnja nove cementarne Skale z nominalno kapaciteto 2000 ton klinkerja dnevno v letu 1977, ter številne druge manjše investicije, posodobitve, in tehnološke izboljšave so prispevale k razvoju podjetja, ki je kmalu postalo vodilno na področju IGM v slovenskem in tedanjem jugoslovanskem prostoru.

Medtem, ko je podjetje z 2600 zaposlenimi v 80-tih letih dosegalo izjemne količinske rezultate (milijon ton cementa v obeh cementarnah, 6 milijonov kvadratnih metrov azbestcementnih plošč in okrog 500 km azbestcementnih cevi letno) in ekonomske uspehe, je bilo že proti koncu 80-tih let slutiti prihajajočo ekonomsko krizo in krizo azbestcementnega programa, ki je zašel v zaton.

## **4.2 VZROKI ZA KRIZO PODJETJA**

Ekonomski položaj panoge gradbeništva in industrije gradbenega materiala ter posledično tudi podjetja Salonit, je v tesni korelaciji s splošnim gospodarskim in političnim položajem v državi ter z gospodarsko rastjo.

Z osamosvojitvijo Slovenije je Salonit izgubil velik del svojega trga, največ seveda pri programu azbestcementnih izdelkov. Prodajni trg se je pri ploščah zmanjšal za dobro četrtino, pri ceveh pa kar za polovico. Pri kupcih v nekdanji skupni državi je ostalo za 15 milijonov nemških mark neplačanih terjatev, kar je za že finančno šibak Salonit pomenilo dodaten udarec.

Hkrati se je v Sloveniji z uvedbo tržnih kategorij, liberalizacije uvoza, zaradi visokih stroškov financiranja, še vedno visoke inflacije, upadanjem industrijske proizvodnje, investicijskih aktivnosti in bruto družbenega proizvoda, drastično znižala potrošnja gradbenih materialov, kar je finančni položaj Salonita še poslabšalo.

Leta 1991 je bila dograjena tovarna poliestrskih cevi, ojačanih s steklenimi vlakni in kremenovim peskom, Tesal, ki je bila načrtovana še v času, ko je Salonit večino proizvedenih cevi prodal na trgih bivše Jugoslavije. Vrednost naložbe je znašala 30 milijonov nemških mark, od katerih je bilo lastnih sredstev le 20 %, glavni vir financiranja pa je bil kredit IFC v znesku 11 milijonov švicarskih frankov. Ker je bila tovarna predimenzionirana za domače tržišče, kjer so prodali največ 30 % proizvodnih zmogljivosti, je seveda poslovala z izgubo in poslabševala finančni položaj Salonita.

Tudi druga naložba, s katero so v Salonitu zaradi spoznanja o škodljivosti azbesta skušali uvesti brezazbestno proizvodnjo, ni izpolnila pričakovanj. V Salonitu so namreč po lastni tehnologiji leta 1989 dogradili linijo za proizvodnjo vlaknocementnih valovitih plošč. Zaradi premnogih tehnoloških težav tudi ta investicija ni prinesla pozitivnih

poslovnih rezultatov, zato so proizvodnjo vlaknocementnih plošč po lastni tehnologiji čez nekaj let ustavili, zneski za iztožene reklamacijske zahteve pa so še povečevali izgubo Salonita.

V Salonitu so v prvi polovici devetdesetih let še vedno proizvajali tudi azbestcementne plošče in cevi, čeprav je povpraševanje po teh izdelkih iz leta v leto padalo, naraščalo pa je število obolenih delavcev zaradi izpostavljenosti škodljivemu azbestu. Tedanje vodstvo podjetja se je z ohranjanjem te proizvodnje izognilo odpuščanju velikega števila odvečnih delavcev, kriza Salonita pa se je iz leta v leto poglobljala.

#### **4.3 STATUSNE SPREMEMBE IN EKONOMSKI POLOŽAJ SALONITA PO LETU 1990**

Z razvojem in v skladu z aktualnimi gospodarsko političnimi trendi se je podjetje večkrat statusno in organizacijsko preoblikovalo. Tako se je v skladu z Zakonom o podjetjih podjetje Salonit Anhovo, p.o., v letu 1991 preoblikovalo iz enovitega s polno odgovornostjo v holdinško družbo Salonit Anhovo - Holding, p.o., s polno odgovornostjo s šestimi hčerinskimi družbami z omejeno odgovornostjo v 100 % lasti :

- Salonit Anhovo - Cement, d.o.o., Anhovo,
- Salonit Anhovo - Fibrosal, d.o.o., Anhovo,
- Salonit Anhovo - Tesal, d.o.o., Anhovo,
- Salonit Anhovo - Vzdrževanje, d.o.o., Anhovo,
- Salonit Anhovo - Razvojno raziskovalni inštitut, d.o.o., Anhovo,
- Inde, Salonit Anhovo, podjetje za zaposlovanje invalidov, d.o.o., Anhovo.

Ta statusno organizacijski ukrep tedanjega vodstva je bil v veliki meri posledica dejstva, da so se tuji partnerji, ki so kazali interes za vlaganje v Salonit Anhovo, predvsem njegov cementni program, izogibali pereče socialne in investicijske problematike v proizvodnji azbestcimenta, zato se je proizvodnja azbestcementnih cevi in plošč organizirala v družbi Fibrosal.

Zaradi drastičnega padca povpraševanja in s tem prodaje azbestcementnih izdelkov je bilo v družbi Fibrosal kot tudi v režijskih službah Holdinga število zaposlenih preveliko. Vodstvo se je odločilo za racionalizacijo poslovanja, za dokup delavne dobe delavcem s predčasnim upokojevanjem. Stroški tovrstnega zmanjševanja delovne sile pa so bili visoki. V letih 1991 do 1993 je bilo za ta namen porabljenih 10 milijonov nemških mark.

Na ta način je bil sicer dosežen pozitiven socialni učinek, medtem ko je bil finančni aspekt izrazito negativen, saj so bila sredstva za ta namen pridobljena z dragimi kratkoročnimi krediti, kar je še poslabšalo finančni položaj Salonita.

Konec 1993. leta je bilo v poslovnem sistemu Salonita zaposlenih še 1281 delavcev, kar je bila glede na maksimalno število zaposlenih v preteklosti, le slaba polovica. Vendar pa je bila, glede na produktivnost, predvsem pa na izkazano izgubo, tudi ta številka še vedno odločno previsoka.

Računovodski izkazi Salonita Anhovo so izkazovali negativno poslovanje od reorganizacije 1991. leta vse do leta 1998, ko se je Salonit finančno prestrukturiral.



V teh letih sta v okviru poslovnega sistema Salonit Anhovo poslovali z dobičkom družbi Cement in Vzdrževanje, medtem ko sta družbi Fibrosal in Tesal poslovali z izgubo, ki se je merila v stotinah milijonov tolarjev letno.

Podjetje je prvič sestavilo konsolidirane računovodske izkaze za leto 1994. Konsolidirani rezultati poslovanja poslovnega sistema Salonit Anhovo v letih 1994 – 1998 so podani v tabeli 2.

**Tabela 2:** Konsolidirani rezultati poslovanja v letih 1994 – 1998 v stalnih cenah

<b>SALONIT</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>
izguba v 000 SIT	384.523	393.667	565.053	440.630	853.421

Vir: Letna poročila Salonita Anhovo 1994 – 1998.

Ker je poslovni sistem Salonit Anhovo skozi vsa leta posloval z izgubo, je seveda naraščala tudi revalorizirana nepokrita izguba iz preteklih let, ki je leta 1996 znašala 3,36 milijard tolarjev, leta 1997 3,93 milijard tolarjev, konec leta 1998 pa je narasla že na 5,22 milijard tolarjev.

Zaradi negativnega poslovanja se je delež lastniškega kapitala v virih sredstev znižal na 50 %, povečeval pa se je delež kratkoročnih in dolgoročnih obveznosti iz financiranja, kar je razvidno iz tabele 3.

**Tabela 3:** Struktura virov sredstev v letih 1996 – 1997

<b>Struktura v %</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
lastniški kapital	50	50
dolgoročne rezervacije	8	7
dolgoročne obveznosti iz financiranja	3	3
kratkoročne obveznosti iz financiranja	27	32
kratkoročne obveznosti iz poslovanja	11	8

Vir: Letna poročila Salonita Anhovo 1996 – 1997, lasten izračun.

Lastniški kapital je bil udeležen v strukturi virov sredstev le še s 50 % v letih 1996 in 1997, naraščale pa so obveznosti iz financiranja, ki so iz 30 % v letu 1996 narasle v letu 1997 že na 35 % .

Še bolj kot sam strukturni delež obveznosti iz financiranja, je bila zaskrbljujoča ročnost teh obveznosti, saj je bilo leta 1996 kar 90 % vseh finančnih obveznosti kratkoročnih, v letu 1997 pa že kar 91,4 %. Kratkoročna zadolženost Salonita je konec leta 1997 znašala že 6,68 milijard tolarjev, kar je pomenilo 97 % letnih prihodkov iz prodaje tega leta.

Pri dvanajstih domačih poslovnih bankah je bil Salonit zadolžen za 2,52 milijard tolarjev, pri dvajsetih domačih podjetjih za 1,01 milijard tolarjev, pri tujem podjetju W&P (Wietersdorf & Peggauer Zementwerke Knoch, Kern & Co. – avstrijska komanditna družba s sedežem v Celovcu), pa je znašal dolg kar 3,04 milijard tolarjev. Salonit je vsem upnikom, razen tujemu W&P, s katerim je bil v dveh sodnih sporih,

redno poravnaval zapadle obresti, ob zapadlosti kreditov pa je uspel vedno znova podaljševati kreditne pogodbe.

Poslovni sistem Salonit se je pri poslovnih bankah kratkoročno zadolževal preko družbe Cement, d.o.o., ki je zaradi uspešnega poslovanja in posledično ugodnih bonitetnih ocen poslovnih bank pri zadolževanju dosegala najnižje možne obrestne mere. Družba Cement je tako zbrana sredstva posojala v okviru poslovnega sistema družbama Fibrosal in Tesal, ki sta bili kreditno nesposobni in zreli za stečaj, saj sta že od leta 1995 poslovali z negativnim kapitalom.

Salonit se ni dolgoročno zadolževal pri poslovnih bankah zato, ker jim za zavarovanje kreditov ni mogel zagotoviti kvalitetnega jamstva, saj je imel od leta 1991 vse svoje nepremično premoženje zastavljeno tujemu upniku W&P za zavarovanje kredita v znesku 60 milijonov avstrijskih šilingov.

Salonitov pogajalski položaj do upnikov s finančnega trga se je močno izboljšal po sprejemu »azbestnega« zakona v jeseni leta 1996, s katerim se je Republika Slovenija zavezala, da bo Salonitu zagotovila sredstva za prestrukturiranje proizvodnje iz azbestne v brezazbestno, omogočila predčasno upokojevanje večjemu številu zaposlenih in vsem obolelim za poklicne bolezni, ki jih je povzročilo delo z azbestom ter izplačevala odškodnine tem bolnikom.

Decembra 1996 so v družbi Fibrosal prenehali proizvajati azbestcementne plošče, vodstvo Salonita pa je iskalo strateškega partnerja za proizvodnjo brezazbestnih plošč.

Tako je bila marca 1998 podpisana pogodba o skupnem vlaganju s švicarsko družbo Eternit, ki je vodilni evropski proizvajalec vlaknocementnih plošč, ter o ustanovitvi družbe Esal d.o.o., Anhovo, v kateri je lastniški delež Eternita 51 %, Salonita pa 49 %. Družba Esal je pričela proizvajati vlaknocementne plošče oktobra 1998, v njej pa se je zaposlilo 80 delavcev iz Salonita.

Leta 1998 je zaradi slabih poslovnih rezultatov vodstvo Salonita sprejelo odločitev o prenehanju proizvodnje v družbi Tesal, zato obstoj hčerinskih družb ni bil več smiseln.

Tako so se s 1.1.1999 hčerinske družbe Cement, d.o.o., Fibrosal, d.o.o., Tesal, d.o.o., Razvojno - raziskovalni inštitut, d.o.o. ter Vzdrževanje, d.o.o. pripojile k matični delniški družbi Salonit, družba Inde, Salonit Anhovo, d.o.o. pa je zaradi svojega statusa invalidskega podjetja ostala samostojna pravna oseba v 100 %-ni lasti Salonita.

## 5. REŠEVANJE PODJETJA SALONIT ANHOVO IZ KRIZE

Kriza, ki so jo v Salonitu zaznali že koncem osemdesetih let prejšnjega stoletja, se je na začetku devetdesetih iz leta v leto poglobljala.

Takratno vodstvo je sicer poskušalo podjetje rešiti s podpisom pogodbe o skupnem vlaganju z avstrijsko družbo W&P leta 1990, leta 1991 pa še z italijansko družbo Calzestruzzi (Calzestruzzi Spa, Ravenna – eden večjih italijanskih proizvajalcev transportnih betonov), po katerih bi se Salonit moral transformirati v delniško družbo v večinski tuji lasti po takrat veljavni jugoslovanski zakonodaji. Z osamosvojitvijo Slovenije in sprejemom slovenske lastninske zakonodaje je ta scenarij padel v vodo, kriza v Salonitu pa se je še stopnjevala.

Podjetje se je znašlo v fazi dezintegracije, ko skoraj ni bilo več zaupanja v strategijo vodstva, prišlo je tudi do borbe za oblast med posameznimi skupinami iz vodstva podjetja, najboljši kadri so začeli zapuščati podjetje, ki se je znašlo pred zlomom.

Do bistvenega preobrata pri reševanju Salonita iz krize je prišlo februarja 1994 z zamenjavo vodstva podjetja. Koncept novega vodstva za sanacijo podjetja je temeljil na prestrukturiranju proizvodnje iz azbestne v neazbestno ter na reševanju socialno-zdravstvene problematike delavcev, saj se je število obolelih delavcev za poklicnimi boleznimi, ki jih je povzročal azbest, iz leta v leto povečevalo. Reševanje Salonita je bilo precej dolgotrajno, saj je proces prestrukturiranja in reševanja azbestne problematike sovpadal s procesom lastninskega preoblikovanja podjetja ter urejanju odnosov z velikim upnikom, W&P, končalo pa se je s finančnim prestrukturiranjem virov sredstev z dokapitalizacijo podjetja in izdajo konvertibilnih obveznic leta 1998.

V skladu z nekaterimi uveljavljenimi teoretičnimi ekonomskimi koncepti, so bile v načinu vodenja podjetja uvedene določene spremembe s težnjo reševanja podjetja iz krize.

Po zamenjavi managementa je bil uveden poostren centralni finančni nadzor, s katerim se je neposredno vplivalo na zmanjšanje izdatkov, posredno pa tudi na obnašanje zaposlenih, ki so se začeli zavedati pomena varčevanja pri izdatkih.

Naslednji element strategije novega vodstva je bilo tudi izboljšanje trženja na cementnem delu z zniževanjem rabatov kupcem in dvigom cen cementov, saj je konjunktura v gradbeništvu to omogočala.

Istočasno se je uveljavila tudi strategija nižanja stroškov, predvsem z opuščanjem posrednikov v nabavnih verigah ter z uvajanjem racionalne uporabe cenejših konvencionalnih in poskusnim uvajanjem novih suplementarnih energentov.

Učinek vseh zgoraj naštetih strategij pa bi ne bil dovolj učinkovit, v kolikor ne bi prišlo do sprejema »azbestnega zakona«, ki je omogočil veliko znižanje stroškov delovne sile ter zagotovil sredstva za prestrukturiranje proizvodnje, lastninskega preoblikovanja Salonita ter finančnega prestrukturiranja virov sredstev.

## **5.1 AZBESTNI ZAKON**

V oktobru leta 1996 je bil po dolgotrajnem prizadevanju vodstva podjetja v državnem zboru sprejet Zakon o prepovedi proizvodnje in prometa z azbestnimi izdelki ter o zagotovitvi sredstev za prestrukturiranje azbestne proizvodnje v neazbestno (ZPPPAI, Uradni list RS, št. 56/96).

Zakon je omogočil:

1. Upokojevanje delavcev pod ugodnejšimi pogoji z upoštevanjem določene delovne dobe in starosti:
  - zaradi 10 neposrednega dela v azbestni proizvodnji,
  - zaradi 20 let posrednega dela z azbestno proizvodnjo,
  - zaradi potrjene poklicne bolezni.
2. Izplačevanje odškodnin za obolele delavce.
3. Prestrukturiranje proizvodnje iz azbestne v neazbestno.

Za upokojevanje in izplačevanje odškodnin je zakon namenil 1,85 milijarde tolarjev, za prestrukturiranje proizvodnje pa 1,2 milijarde tolarjev.

Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o prepovedi proizvodnje in prometa z azbestnimi izdelki ter zagotovitvi sredstev za prestrukturiranje azbestne proizvodnje v neazbestno, ki je začel veljati 16. septembra 2000 pa je zagotovil še dodatna sredstva za plačilo prispevka za dokup zavarovalne dobe delavcem za upokojevanje pod ugodnejšimi pogoji in izplačilo odškodnin za poklicne bolezni še za 4,35 milijard tolarjev, hkrati pa je podaljšal veljavnost zakona do konca leta 2004 (Uradni list RS, št. 86/2000).

Dodatna sredstva so bila določena na podlagi podanih podatkov podjetij, da bo zaradi prestrukturiranja azbestne proizvodnje v neazbestno do konca leta 2003 najmanj 300 delavcev v Sloveniji postalo tehnološki presežek in potencialno najmanj 1200 oškodovancev, ki so že zboleli, ali še lahko do konca leta 2004 zbolijo za boleznimi, ki jih povzroča azbest.

#### 5.1.1 Upokojevanje po »azbestnem« zakonu

Število upokojenih delavcev po posameznih kriterijih iz 7. člena »azbestnega« zakona je razvidno iz tabele 4.

**Tabela 4 :** Upokojitve po 1., 2. in 3. odstavku 7. člena ZPPPAI v letih 1997 – 2002

<b>Leto</b>	<b>1. odstavek</b>	<b>2. odstavek</b>	<b>3. odstavek</b>	<b>Skupaj</b>
1997	209	4	60	<b>273</b>
1998	66	-	7	<b>73</b>
1999	30	-	34	<b>64</b>
2000	11	-	70	<b>81</b>
2001	6	-	13	<b>19</b>
2002	12	-	22	<b>34</b>
<b>skupaj</b>	<b>334</b>	<b>4</b>	<b>206</b>	<b>544</b>

Vir : Letna poročila Salonita Anhovo 1997 – 2002.

Skupno se je do konca leta 2002 upokojilo 544 delavcev iz Salonita, za katere je sredstva za plačilo prispevkov za dokup delovne dobe prispevala država, Salonitu pa so se z zmanjševanjem števila zaposlenih stroški dela tako znižali, da v zadnjih štirih letih posluje z dobičkom.

Dejanske učinke upokojevanj po »azbestnem« zakonu na poslovne izide Salonita v posameznih letih je težko izračunati. Za ponazoritev reda velikosti učinkov upokojevanj lahko hipotetično izračunamo, da bi imel Salonit konec leta 2002 namesto 481 delavcev zaposlenih 1025 delavcev, v kolikor ne bi bilo »azbestnega« zakona, stroški dela pa bi znašali ob ostalih nespremenjenih okoliščinah 4,106 milijard tolarjev namesto dejanskih 1,926 milijard tolarjev. Razlika 2,179 milijard tolarjev za 400 milijonov tolarjev presega vsoto čistih dobičkov iz zadnjih štirih let pozitivnega poslovanja Salonita.

### 5.1.2 Izplačevanje odškodnin za obolele delavce

Za postopke sporazumevanja in priznanja odškodnin je konec leta 1996 vlada RS imenovala komisijo, ki je novembra 1998 določila kriterije za izračunavanje višine odškodnin. Ministrstvo za zdravstvo je leta 1997 imenovalo interdisciplinarno skupino strokovnjakov za verifikacijo poklicnih bolezni zaradi izpostavljenosti azbestu.

Poravnave so se začele sklepati oktobra 1998. Subsidiarni zavezanec za izplačilo odškodnin je Republika Slovenija. Salonit je zavezanec za izplačilo odškodnin le tistim obolelim, ki ne sprejmejo poravnave in vlagajo tožbe za znatno višje zneske kot bi jih prejeli ob poravnavi, na pristojnem sodišču. Število poravnav in zneski izplačani za poravnave so razvidni iz tabele 5.

**Tabela 5 :** Število in zneski poravnav v letih 1999 - 2002

Leto poravnave	Število poravnav	Znesek v 000 sit
1999	272	767.534
2000	113	275.420
2001	36	84.054
2002	181	437.452
<b>skupaj</b>	<b>602</b>	<b>1.564.460</b>

Vir : Letna poročila Salonita Anhovo 1999-2002.

Na Komisijo vlade RS za postopke sporazumevanja je bilo od imenovanja do 31.3.2003 vloženih 1275 zahtevkov. Od teh je bilo obravnavanih 820 zahtevkov. 782 oškodovancem je bila izplačana odškodnina v skupnem znesku 1.983.998.000 SIT. Povprečno izplačana odškodnina znaša 2.537.082 SIT.

Ponujene poravnave ni sprejelo 38 oškodovancev, nerešenih pa je še 455 zahtevkov. Na pristojno sodišče je na dan 31.3.2003 vloženih 64 tožb.

Zneski za odškodnine niso bili revalorizirani od njihove določitve v letu 1998.

**Tabela 6 :** Primerjava čistega dobička Salonita Anhovo s stroški izplačil poravnav v letih 1999 – 2002 v stalnih cenah

Leto poravnave	Poravnave v 000 SIT A	Čisti dobiček SA v 000 SIT B	Razlika v 000 SIT B – A
1999	767.534	260.010	- 507.524
2000	275.420	389.586	114.166
2001	84.054	528.516	444.462
2002	437.452	601.662	164.210
<b>Skupaj</b>	<b>1.564.460</b>	<b>1.779.774</b>	<b>215.314</b>

Vir: Letna poročila Salonita Anhovo 1999 – 2002.

Iz tabele 6 je razviden velik vpliv izplačevanja poravnav s strani države na poslovni izid Salonita Anhovo v preteklih štirih letih. V kolikor bi izplačevanje odškodnin bremenilo Salonit, bi bil poslovni izid v letu 1999 negativen in sicer v znesku 507,524 milijonov tolarjev, v letih 2000, 2001 in 2002 pa bi Salonit posloval z izkazanim nižjim čistim dobičkom, kot je razvidno iz zgornje razpredelnice. Skupen čisti dobiček v zadnjih štirih

letih bi tako znašal le 215,314 milijonov tolarjev ali le 12.10 % siceršnjega izkazanega dobička.

### 5.1.3 Prestrukturiranje proizvodnje iz azbestne v neazbestno.

Ministrstvo za gospodarske dejavnosti je na osnovi ZPPPAI v letu 1997 namenilo za prestrukturiranje proizvodnje, sanacijo in čiščenje obratov, v katerih je potekala proizvodnja azbestcementsa 400 milijonov tolarjev, v letu 1998 650 milijonov tolarjev in v letu 1999 150 milijonov tolarjev.

S skupnim zneskom 1,2 milijard tolarjev je Salonit ekološko saniral proizvodne prostore, v katerih se je nadaljevala proizvodnja vlaknocementnih plošč ter prispeval svoj 49 % ustanovitveni delež v mešani družbi Esal, d.o.o. Anhovo, katere večinski lastnik je švicarska družba Eternit. Slednja je v družbo vnesla tehnološko procesni *know-how* za proizvodnjo vlaknocementnih plošč. Ob ustanovitvi nove mešane družbe se je prezaposlilo 80 delavcev, ki so bili dotlej zaposleni v Salonitu Anhovo.

Sredstva za prestrukturiranje niso bila nepovratna, pač pa so se obravnavala kot kapitalski vložek države in se v letih 1998 in 1999 konvertirala v lastniški delež države v Salonitu Anhovo.

## 5.2 PROCES LASTNINSKEGA PREOBLIKOVANJA PODJETJA

### 5.2.1 Pogodba o skupnih vlaganjih in kreditni pogodbi s tujima partnerjema

Zaradi finančnih in likvidnostnih težav je tedanje vodstvo iskalo rešitve za finančno sanacijo v povezavah s tujimi partnerji v okviru tedanje jugoslovanske zakonodaje. Dne 12.6.1990 je bivše vodstvo podjetja z Wietersdorfer & Peggauer Zementwerke Knoch, Kern & Co., Klagenfurt, Avstrija skladno z jugoslovanskim zakonom o tujih vlaganjih iz leta 1988 sklenilo pogodbo o skupnem vlaganju v višini 90 milijonov avstrijskih šilingov.

S tem vložkom naj bi W&P pridobil preliminarno udeležbo v višini 11 % na celotnem podjetju Salonit Anhovo. Dokončno kapitalsko razmerje pogodbenih strank naj bi bilo določeno na osnovi ocenitve neodvisne institucije, z opcijsko pravico povečanja udeležbe na 25,3 %.

Pogodba je bila dne 2.2.1991 dopolnjena z dodatkom o razširitvi opcije na 50,6 %. Salonit bi se moral na osnovi pogodbe v enem letu transformirati v delniško družbo, v kateri naj bi bila s 25,3 % udeležena tudi italijanska družba Calcestruzzi S.p.A. Ravenna.

Dne 2.2.1991 je bila sklenjena kreditna pogodba, ki je tudi vsebovala opcijo konverzije v lastniški delež, z W&P v višini 60 milijonov avstrijskih šilingov. Kredit je bil zavarovan s hipoteko na celotnem premoženju podjetja.

Poleg tega je bil februarja 1992 najet kredit, tudi z opcijo konverzije v lastniški delež, pri italijanski družbi Calcestruzzi S.p.A., Ravenna, v znesku 6,4 milijard italijanskih lir.

## 5.2.2 Cenitvi podjetja in odstop partnerjev od pogodb

Prva cenitev Salonita Anhovo je bila izdelana že v decembru 1990. leta. Izdelalo jo je podjetje Ernst&Young Dunaj. S cenitvijo se vodstvo Salonita ni strinjalo, saj je bila ocenjena vrednost podjetja Salonit Anhovo absolutno prenizka.

Drugo cenitev je leta 1992 izdelalo isto podjetje. Z njo se je takratno vodstvo Salonita strinjalo, a s strani Agencije za privatizacijo podjetij ni dobilo soglasja, na osnovi katerega bi bilo moč realizirati pogodbo o skupnem vlaganju z W&P ter Calcestruzzi.

Pogodbi o skupnem vlaganju sta temeljili na takrat veljavni jugoslovanski zakonodaji ter se zaradi osamosvojitve Slovenije in pričakovanja sprejema nove slovenske lastninske zakonodaje nista realizirali.

Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 1992), je določal, da je k lastninskemu preoblikovanju potrebno soglasje Agencije za privatizacijo. Soglasje k lastninskemu preoblikovanju Salonita Anhovo z večinsko udeležbo tujih partnerjev je bilo zavrnjeno, ker so bila nekatera določila pogodb in dodatka nepregledna in v nasprotju z veljavno zakonodajo.

Po zamenjavi managementa v začetku leta 1994 je avstrijski partner W&P 14.5.1994 odstopil od *joint-venture* pogodbe ter 24.3.1995 vložil zahtevek za arbitražo zaradi neizpolnitve pogodbe pri Mednarodnem arbitražnem sodišču v Zurichu.

W&P je v letu 1994 odstopil tudi od kreditne pogodbe in vložil tožbo za vračilo zneska kredita in obresti pri Okrožnem sodišču v Novi Gorici.

Tudi Calcestruzzi je leta 1995 odstopil od kreditne pogodbe, ki pa je vsebovala opcijo spremembe kredita v avansno pogodbo za dobave cementa v primeru, da kredita ne bi bilo mogoče transformirati v lastniški delež. Salonit je tako z delnimi kompenzacijami pri vsakokratnih plačilih za dobavljen cement, kredit poplačal v petih letih.

## 5.2.3 Program lastninskega preoblikovanja Salonita

V letih 1994 in 1995 je vodstvo podjetja intenzivno iskalo kredite za poplačilo terjatev W&P pri domačih poslovnih partnerjih, večjih gradbenih in trgovskih organizacijah, in bankah, ki bi se ob lastninskem preoblikovanju konvertirali v lastninski delež. Vendar se domači partnerji za to niso odločili predvsem zaradi pereče zdravstvene in socialne ter investicijsko-ekonomske problematike v azbestcementu oz. v družbi Fibrosal.

Zaradi tega je vodstvo Salonita leta 1995 izdelalo nov program lastninskega preoblikovanja podjetja, ki je temeljil na interni razdelitvi delnic upravičencem iz naslova neizplačanih plač ter lastniških certifikatov zaposlenih in prenosom preostalih delnic na sklade, ne pa na večinski udeležbi tujih partnerjev. Na lastninjenje z delno javno prodajo delnic vodstvo ni moglo računati, zaradi slabih rezultatov poslovanja.

Tudi zaposleni so v tistem času še z nezaupanjem gledali na novo vodstvo, plače so bile nizke (za slovenskim povprečjem so zaostajale za več kot 20 %), prihodnost podjetja pa zelo negotova, saj »azbestnega« zakona še ni bilo na vidiku, izgubljeni tožbi proti W&P pa bi lahko podjetje pahnili tudi v stečaj. Tako je bila udeležba zaposlenih s certifikati in potrdili o neizplačanih plačah premajhna, da bi se v okviru lastninskega preoblikovanja

podjetja lahko izpeljal notranji odkup delnic s 50 % popustom za zaposlene, bivše zaposlene in njihove sorodnike, kot se je lastnila večina slovenskih podjetij, večino delnic pa se je v skladu z 29. členom zakona preneslo na Sklad RS za razvoj, ki se je leta 1997 preoblikoval v Slovensko razvojno družbo (SRD).

Salonit je konec leta 1997 po pridobljenem drugem soglasju za lastninsko preoblikovanje zaključil sedem let dolg proces lastninjenja in se vpisal v sodni register kot holdinška delniška družba (s 100 % lastništvom v šestih hčerinskih družbah z omejeno odgovornostjo) z lastniško strukturo na dan 31.12.1997, ki je razvidna iz tabele 7.

**Tabela 7:** Lastniška struktura Salonita na dan 31.12.1997

<b>Delničarji Salonita</b>	<b>Število delnic</b>	<b>Struktura v %</b>
Slovenska razvojna družba	435.115	62,70
Kapitalski sklad pokojninskega zavarovanja	112.550	16,22
Upravičenci iz interne razdelitve	87.227	12,56
Slovenski odškodninski sklad	59.126	8,52
<b>Skupaj</b>	<b>694.018</b>	<b>100,00</b>

Vir: Letno poročilo Salonita Anhovo za leto 1997.

## 5.3 FINANČNO PRESTRUKTURIRANJE VIROV SREDSTEV SALONITA

### 5.3.1 Urejanje odnosov z W&P

Potem, ko so se z množičnim upokojevanjem v letu 1997 že pokazali prvi pozitivni rezultati »azbestnega« zakona, ter po zaključku prve faze lastninskega preoblikovanja, se je vodstvo Salonita ob koncu leta 1997 lotilo še zahtevnega projekta finančnega prestrukturiranja virov sredstev.

Ključnega pomena za uspešno izvedbo finančnega prestrukturiranja je bilo urejanje odnosov z W&P, s katerim je bil Salonit takrat že štiri leta v dveh ločenih sodnih sporih za skupni znesek, ki je presegal 3 milijarde tolarjev, kar je predstavljalo 42 % vseh obveznosti iz financiranja Salonita.

Februarja leta 1998 je Mednarodno arbitražno sodišče iz Zuricha s takoj izvršljivo odločbo prisodila W&P znesek 24,13 milijonov nemških mark iz naslova nerealizirane *joint-venture* pogodbe iz leta 1990.

Skoraj istočasno se je približevala tudi rabsodba na novogoriškem Okrožnem sodišču za vračilo s hipoteko na vseh nepremičninah Salonita zavarovanega kredita iz leta 1991.

Ker Salonit seveda ni razpolagal z likvidnimi sredstvi za poplačilo terjatev W&P, se je vodstvo že pred odločbo arbitražnega sodišča ob pomoči svetovalcev iz ljubljanske podružnice Deloitte&Touche začelo z vodstvom W&P dogovarjati o rešitvi tega, za Salonit v tistem času nepremostljivega finančnega problema, ki bi se lahko končal tudi s stečajem Salonita, v kolikor bi W&P zahteval takojšnje poplačilo svojih terjatev.

Zaradi pozitivnih učinkov »azbestnega« zakona ter dejstva, da v lastniški strukturi Salonita ni bila udeležena nobena od številnih cementnih multinacionalk (Lafarge,



Holderbank, Italcementi, Readymix), ki so v preteklih letih kazale velik interes za udeležbo zgolj na cementnem delu Salonita, je vodstvo W&P izrazilo ponovno pripravljenost po kapitalski udeležbi v Salonitu.

Osnova za konverzijo terjatve W&P v lastniški delež v Salonitu je bila cenitev podjetja P&S iz Ljubljane, ki je pošteno tržno vrednost Salonita ocenila po metodi neto aktive na 136 milijonov nemških mark, kar je pomenilo trojno vrednost ceniťve iz leta 1990 ter skoraj podvojen znesek glede na cenitev iz leta 1992.

Po večmesečnih pogajanjih, med katerimi je W&P opravil seveda tudi skrbni pregled (pravni, finančni, tehnični in ekološki) poslovanja Salonita, je W&P privolil, da takoj vnovčljivo terjatev po arbitraži v znesku 24,13 milijonov nemških mark konvertira v delnice Salonita pod enakimi pogoji, kot Republika Slovenija svojo terjatev iz naslova sredstev za prestrukturiranje proizvodnje na podlagi »azbestnega« zakona.

Na pogajanjih so interese Salonita poleg njegovega vodstva in svetovalcev zastopali tudi predstavniki večinskega lastnika SRD, ki so se obvezali, da bodo na skupščini glasovali za take sklepe, ki bodo omogočili izvedbo dokapitalizacije.

### 5.3.2 Dokapitalizacija Salonita s konverzijo dolga v delnice (*debt to equity swap*)

O dokapitalizaciji Salonita se je odločalo na prvi skupščini delniške družbe Salonit Anhovo-Holding,d.d., ki je bila 30.julija 1998. Na skupščini je bilo prisotnih 87,43 % delničarjev z glasovalno pravico, ki so soglasno pooblastili upravo delniške družbe za povečanje osnovnega kapitala, s tem da se je spremenil Statut delniške družbe Salonit Anhovo-Holding,d.d., Anhovo tako, da se je za poglavjem Osnovni kapital dodalo novo poglavje Odobreni kapital, katerega bistvene značilnosti so bile:

1. Upravo se je pooblastilo za povečanje osnovnega kapitala za največ 1.886.400.000 SIT z izdajo največ 188.640 delnic.
2. Osnovni kapital se je lahko povečal s konverzijo stvarnih vložkov in sicer terjatve Republike Slovenije, ki je na podlagi »azbestnega« zakona nastala s plačilom 1,2 milijard tolarjev namenskih sredstev za nakup tehnologije in opreme za prestrukturiranje azbestne v neazbestno proizvodnjo ter terjatve W&P na podlagi odločbe Mednarodnega arbitražnega sodišča pri Mednarodni trgovinski zbornici z dne 17.2.1998, ki je na dan 30.6.1998 znašala 24.132.612 DEM.
3. Uprava je lahko izdala le navadne delnice, ki so skupaj z že obstoječimi delnicami tvorile isti razred in imele enake pravice.
4. Pooblastilo upravi za povečanje osnovnega kapitala je veljalo do 31.12.1999.
5. Prednostna pravica dotedanjih delničarjev do vpisa novih delnic se je izključila.
6. Najnižja cena ob prvi prodaji delnic je bila 18.420,30 SIT. Delnice so bile izdane v nematerializirani obliki z vpisom v centralni register nematerializiranih vrednostnih papirjev pri Klirinško depotni družbi v Ljubljani.
7. Nove delnice so se lahko izdale samo s soglasjem nadzornega sveta.

Nadzorni svet delniške družbe Salonit Anhovo je dal na seji oktobra 1998 dal soglasje upravi za izdajo 57.002 novih delnic za konverzijo terjatve RS-ministrstva za gospodarske dejavnosti v višini 1,05 milijard tolarjev na podlagi pogodbe o dokapitalizaciji z dne 16.10 1998, ter za izdajo 123.150 novih delnic za konverzijo terjatev W&P v višini 24.132.612 DEM, kar je po takratnem srednjem tečaju Banke Slovenije znašalo 2.268.465.536 SIT.

Z izdajo novih delnic se je osnovni kapital družbe povečal za 1.801.520.000 SIT, tako da je skupno, po povečanju iz odobrenega kapitala, znašal 8.741.700.000 SIT. To povečanje osnovnega kapitala je bilo registrirano dne 1.12.1998.

Na seji novembra 1999 je dal nadzorni svet soglasje upravi za izdajo še 8143 novih delnic za konverzijo terjatve RS-ministrstva za gospodarske dejavnosti v višini 150 milijonov na podlagi pogodbe o dokapitalizaciji z dne 18.11.1999. Z izdajo novih delnic se je osnovni kapital povečal za 81.430.000 SIT na 8.823.130.000 SIT, skupno število izdanih delnic pa se je povzpelo na 882.313. Osnovni kapital Salonita ter število izdanih delnic se od takrat dalje nista več spreminjala.

Lastniška struktura Salonita na dan 31.12.1999 je razvidna iz tabele 8.

**Tabela 8:** Lastniška struktura Salonita na dan 31.12.1999

<b>Delničarji Salonita</b>	<b>Število delnic</b>	<b>Struktura v %</b>
Slovenska razvojna družba	435.115	49,31
W&P	123.150	13,96
Kapitalski sklad pokojninskega zavarovanja	112.550	12,76
Republika Slovenija	65.145	7,38
Upravičenci iz interne razdelitve	87.227	9,89
Slovenski odškodninski sklad	59.126	6,70
<b>Skupaj</b>	<b>882.313</b>	<b>100,00</b>

Vir: Letno poročilo Salonita Anhovo za leto 1999.

Po izvršenih dokapitalizacijah se je lastniški delež dotedanjega večinskega lastnika SRD znižal pod 50 %, W&P je postal s 14 % drugi največji delničar, Republika Slovenija pa s 7 % četrti.

### 5.3.3 Finančno prestrukturiranje Salonita z izdajo zamenljivih obveznic

Ob razreševanju odnosov z W&P se je vodstvu in svetovalcem Salonita utrnila ideja o izdaji zamenljivih obveznic, s prodajo katerih bi lahko Salonit poplačal drage kratkoročne kredite ter pridobil sredstva za potrebne investicije v naslednjem srednjeročnem obdobju.

W&P je imel do Salonita še za 15.1 milijonov nemških mark terjatev po stanju na dan 30.6.1998 iz tožbenega zahtevka po kreditu iz leta 1991, ki naj bi jo Salonit poplačal delno z zamenljivimi obveznicami, za 3 milijone nemških mark pa bi W&P odkupil opremo Salonitove hčerinske družbe Tesal, v kateri naj bi zaradi slabih poslovnih rezultatov prenehali s proizvodnjo.

Ker je želel imeti W&P kontrolni delež 25 % in eno delnico, je v Pismu o nameri ureditve odnosov med W&P in Salonitom, ki so ga 16.6.1998 podpisali predstavniki udeleženih strank ter SRD kot večinski lastniki Salonita, izrazil pripravljenost kupiti takšno število zamenljivih obveznic Salonita, ki bi mu skupaj z delnicami iz dokapitalizacije ter ob morebitni konverziji vseh imetnikov zamenljivih obveznic v delnice, to omogočilo. Izračun je pokazal, da bi moral W&P kupiti za 30 milijonov

nemških mark zamenljivih obveznic Salonita, da bi v njem pridobil kontrolni paket delnic.

Vodstvo Salonita se je glede na obveznosti do W&P iz Pisma o nameri ter obveznostih iz kratkoročnih kreditov do preostalih upnikov, ki so znašale 39 milijonov nemških mark in predvidenih sredstev za investicije v naslednjem srednjeročnem obdobju, odločilo za emisijo zamenljivih obveznic v skupnem znesku 42 milijonov nemških mark, z 8 % obrestno mero, plačevanjem obresti dvakrat letno ter vračilom glavnice v enkratnem znesku po desetih letih od datuma izdaje obveznic.

Svetovalna hiša Deloitte&Touche je na osnovi tedaj znanih parametrov bodočega poslovanja Salonita in potrebnih naložb, izdelala projekcijo poslovanja Salonita do leta 2008, ki je pokazala pozitivne efekte predvidenega poslovnega in finančnega prestrukturiranja, s katerim naj bi se vsa kratkoročna posojila, najeta pod neugodnimi pogoji, konvertirala deloma v delnice, deloma pa v obveznice podjetja.

Glede na naravo zamenljive obveznice kot hibridnega vrednostnega papirja, ki ima nekatere značilnosti dolžniških vrednostnih papirjev, druge pa imajo značilnosti lastniških vrednostnih papirjev, se ob izdaji potencialno povečuje delniški kapital družbe, zato mora o izdaji odločati skupščina družbe s tričetrtinsko večino.

Na prvi skupščini delniške družbe Salonit 30.7.1998 je bil s soglasjem vseh navzočih delničarjev sprejet sklep o pogojnem povečanju osnovnega kapitala za 2,1 milijarde tolarjev z izdajo zamenljivih obveznic v skupnem znesku 42 milijonov nemških mark, z izdajo 42.000 zamenljivih obveznic z nominalno vrednostjo 1.000 DEM. Obveznica je bila zamenljiva v delnico Salonita v razmerju ena obveznica za pet navadnih delnic nominalne vrednosti 10.000 SIT v obdobju od 1.1.2000 do 31.12.2002. Ker nobeden imetnik zamenljivih obveznic ni izkoristil opcije zamenjave, se osnovni kapital Salonita ni povečal.

Uprava Salonita se je zaradi slabo razvitega slovenskega kapitalskega trga, nižjih stroškov in krajšega časa izdaje, ter enostavnejših postopkov v primerjavi z javno prodajo, odločila za zaprto prodajo zamenljivih obveznic. Uprava je izdelala Ponudbeni memorandum o izdaji zamenljivih obveznic, opravila razgovore s ciljnim investitorji in s 15. 10. 1998 razpisala dvomesečni rok k vpisu zamenljivih obveznic.

Celotna emisija zamenljivih obveznic je bila v tem roku vpisana in na osnovi kupoprodajnih pogodb med Salonitom Anhovo in investitorji v celoti vplačana. Prvi imetniki in njihovo število zamenljivih obveznic so razvidni iz tabele 9.

**Tabela 9 :** Prvi imetniki in število zamenljivih obveznic na dan 31.12.1998

<b>Imetnik</b>	<b>Število obveznic</b>	<b>%</b>
W&P	29.578	70,42
Raiffeisen Ost Invest	425	1,01
Slovenski odškodninski sklad	3.578	8,52
Nova Ljubljanska banka	8.419	20,05
<b>Skupaj</b>	<b>42.000</b>	<b>100,00</b>

Vir: Letno poročilo Salonita Anhovo, 1998. Lasten izračun.

W&P je z nakupom 29.578 zamenljivih obveznic izpolnil obvezo iz Pisma o nameri, k sodelovanju pa je s simboličnim številom 425 pritegnil tudi svojo investicijsko banko Raiffeisen Ost Invest, Wien.

Slovenski odškodninski sklad se je kot obstoječi delničar odločil za nakup 3.578 zamenljivih obveznic, da bi ob morebitni konverziji vseh imetnikov zamenljivih obveznic v delnice Salonita Anhovo obdržal v lastniški strukturi Salonita enak delež, pritegnila pa ga je tudi 8 % obrestna mera, ki je bila za 1,5 % višja od obrestne mere denacionalizacijskih obveznic SOS2, katerih izdajatelj je bil sam Slovenski odškodninski sklad.

Nova Ljubljanska banka se je za nakup zamenljivih obveznic odločila sočasno z odpiranjem svoje podružnice v Novi Gorici, iz povsem poslovnega interesa, saj Salonit do tedaj ni bil njen omembe vreden komitent. Z nakupom zamenljivih obveznic si je ustvarila temelj za dolgoročno poslovno sodelovanje s Salonitom. Na osnovi rezultatov kreditne analize Salonita je uprava Nove Ljubljanske banke ocenila, da je 8 % obrestna mera primeren donos in je tako nakup zamenljivih obveznic povsem upravičen.

Prodajna vrednost zamenljivih obveznic je znašala 42.924.000 DEM, ker pa je W&P vplačal 15.105.768 DEM s konverzijo terjatev iz kreditne pogodbe, je iz prodaje zamenljivih obveznic Salonit v obdobju november-december 1998 pridobil 27.818.232 DEM, oziroma 2.667.729.978 SIT likvidnih sredstev.

Salonit je v obdobju november-december 1998 vrnil vse kratkoročne kredite in posojila, ki so zapadli do konca koledarskega leta, oziroma kredite in posojila, katerih pogodbe so vsebovale možnost predčasnega vračila. Tako je bilo poplačanih za 1,645 milijard tolarjev. Stanje vseh kratkoročnih obveznosti iz financiranja pa je bilo 31.12.1998 1,33 milijard tolarjev oziroma 5,35 milijard tolarjev manj kot 31.12.1997.

S preostalimi razpoložljivimi sredstvi od prodaje zamenljivih obveznic v zneski 1,017 milijard tolarjev, je Salonit v obliki depozitov in posojil povečal svoje kratkoročne finančne naložbe. Stanje kratkoročnih finančnih naložb je bilo na dan 31.12.1998 1,846 milijard tolarjev, oziroma 1,117 milijard tolarjev več kot 31.12.1997.

#### 5.3.4 Učinek finančnega prestrukturiranja Salonita na strukturo virov sredstev v letih 1998-2002

Salonit je imel v strukturi virov sredstev zaradi dolgoletnega poslovanja z izgubo, konec leta 1997 le še 50 % lastniškega kapitala, obveznosti iz dolgoročnih rezervacij je bilo 7 %, dolgoročnih obveznosti iz financiranja 3 %, kratkoročnih obveznosti iz financiranja kar 32 % ter kratkoročnih obveznosti iz poslovanja 8 %.

Struktura virov sredstev Salonita se je bistveno spremenila že konec leta 1998 po uspešni dokapitalizaciji in izdaji zamenljivih obveznic, kar je razvidno iz tabele 10.

Delež lastniškega kapitala v strukturi virov sredstev se je, navkljub izkazani izgubi tudi v letu 1998, zaradi dokapitalizacije povečal za 10 odstotnih točk ter je znašal 60 % ob koncu leta 1998.

Še večji učinek je imelo finančno prestrukturiranje na postavko dolgoročnih obveznosti iz financiranja, ki so se v strukturi virov sredstev povečale zaradi izdaje zamenljivih obveznic za 18 odstotnih točk ter so imele delež 21 %.

Dokapitalizacija ter izdaja zamenljivih obveznic pa sta imeli največji vpliv na postavko kratkoročnih obveznosti iz financiranja, saj so se te zaradi pozitivnih učinkov finančnega prestrukturiranja zmanjšale za 26 odstotnih točk in so v strukturi virov sredstev predstavljale le še 6 %.

**Tabela 10:** Struktura virov sredstev v letih 1997 - 2002

<b>Struktura v %</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
lastniški kapital	50	60	66	68	71	72
dolgoročne rezervacije	7	5	4	4	4	4
dolgoročne obveznosti iz financiranja	3	21	20	20	20	20
kratkoročne obveznosti iz financiranja	32	6	5	3	2	1
kratkoročne obveznosti iz poslovanja	8	8	5	5	4	3

Vir: Letna poročila Salonita Anhovo 1997 - 2002. Lasten izračun.

V naslednjih letih seveda ni bilo več tako velikih sprememb v strukturi virov sredstev Salonita. Delež lastniškega kapitala se je zaradi poslovanja z dobičkom v letih 1999-2002 vsako leto povečeval, tako da ga je bilo v strukturi virov sredstev konec leta 2002 že 72 %.

Delež dolgoročnih rezervacij v strukturi virov sredstev je konec leta 2002 znašal 4 % in se je v primerjavi z letom 1997 znižal za 3 odstotne točke.

Delež dolgoročnih obveznosti iz financiranja, ki ga kar v 94 % tvorijo obveznosti na podlagi zamenljivih obveznic, se je ustalil na deležu 20 %, saj ni nihče od imetnikov zamenljivih obveznic izkoristil opcije zamenjave v delnice, opcija odpoklica pa je postala možna šele po 1.1.2003.

Delež kratkoročnih obveznosti iz financiranja se je v letih pozitivnega poslovanja vseskozi postopno zniževal in pomeni ob koncu leta 2002 le še 1 % v strukturi virov sredstev.

Tudi delež kratkoročnih obveznosti iz poslovanja se je od leta 1998, zaradi visoke likvidnosti Salonita, znižal za 5 odstotnih točk do konca leta 2002 in pomeni v strukturi virov sredstev le še 3 %.

Finančno prestrukturiranje Salonita z dokapitalizacijo ter izdajo zamenljivih obveznic je nedvomno imelo zelo velik vpliv na zdajšnjo močno izboljšano strukturo virov sredstev, ki pa prav gotovo ne bi bila tako ugodna, če ne bi v reševanje Salonita odločilno posegla država, ki mu je z uveljavitvami določil »azbestnega« zakona omogočila veliko znižanje stroškov delovne sile in prestrukturiranje proizvodnje.

## 6. ZAMENLJIVA OBVEZNICA PODJETJA SALONIT ANHOVO

### 6.1 LASTNOSTI ZAMENLJIVE OBVEZNICE SALONITA ANHOVO

Uprava Salonita se je, kot je že bilo omenjeno v točki 5.3.3 zaradi slabo razvitega slovenskega kapitalskega trga, nižjih stroškov in krajšega časa izdaje, ter enostavnejših postopkov v primerjavi z javno prodajo, odločila za zaprto prodajo zamenljivih obveznic.

Za tip vrednostnega papirja zamenljive obveznice se je uprava Salonita Anhovo odločila zaradi:

- Narave zamenljive obveznice kot hibridnega vrednostnega papirja, ki ima nekatere značilnosti dolžniških vrednostnih papirjev, druge pa imajo značilnosti lastniških vrednostnih papirjev, saj se ob izdaji potencialno povečuje delniški kapital družbe.
- Ker je želel imeti W&P kontrolni delež 25 % in eno delnico, je v Pismu o nameri ureditve odnosov med W&P in Salonitom, izrazil pripravljenost kupiti takšno število zamenljivih obveznic Salonita, ki bi mu skupaj z delnicami iz dokapitalizacije ter ob morebitni konverziji vseh imetnikov zamenljivih obveznic v delnice, to omogočilo.

Uprava je s svetovalno hišo Deloitte & Touche izdelala Ponudbeni memorandum o izdaji zamenljivih obveznic. Prvo poglavje Ponudbenega memorandum opredeljuje bistvene lastnosti zamenljivih obveznic Salonita Anhovo, ki jih v nadaljevanju povzemam.

#### 6.1.1 Vrsta dolžniškega vrednostnega papirja

- Tip vrednostnega papirja: zamenljiva obveznica,
- končno dospelje: 15.10.2008,
- obrestna mera: 8,0 % p.a.,
- način obračuna: obresti polletno, linearni izračun obresti, glavnica naenkrat in sicer 15.10.2008.
- prvi obračun in plačilo obresti: 15.4.1999,
- zamenljivost: Obveznica je zamenljiva v delnice v razmerju 1 (ena) obveznica za 5 (pet) navadnih delnic nominalne vrednosti 10.000 SIT. V primeru razdelitve ali združitve delnic, ali v primeru zamenjave delnic za delnice z drugačno nominalno vrednostjo, se razmerje za zamenjavo ustrezno prilagodi. Obveznice ni mogoče zamenjati v delnice pred 1.1.2000 in ne pozneje kot 31.12.2002,
- cena obveznice ob izdaji: 102,2 %.

#### 6.1.2 Velikost izdaje zamenljivih obveznic

- Skupna nominalna vrednost celotne izdaje je DEM 42.000.000,
- obveznice se izdajo v apoenih DEM 1000 vsaka,
- skupno število izdanih obveznic je 42.000,
- obveznice se plačujejo v tolarjih po srednjem tečaju Banke Slovenije za DEM/SIT na dan plačila.

### 6.1.3 Zavarovanje terjatev

Terjatve iz obveznic niso posebej zavarovane. Za obveznice jamči Salonit Anhovo-Holding, d.d., s celotnim premoženjem.

### 6.1.4 Predčasni odkup obveznic

Izdajatelj nima pravice opraviti predčasnega izplačila obveznosti iz obveznic, niti enostransko zahtevati, da mu imetniki obveznic le-te prodajo pred 1.1.2003. Po 1.1.2003 ima izdajatelj pravico odkupiti celotno emisijo obveznic, o čemer mora imetnike obveznic obvestiti v roku 30 dni pred odkupom/izplačilom. V tem primeru je izdajatelj dolžan poleg nominalne vrednosti obveznic in zapadlih obračunanih obresti do dneva odkupa, plačati še 3 % premijo na nominalno vrednost. Kupec nima pravice predčasnega vnovčenja obveznice oziroma enostransko zahtevati od izdajatelja, da odkupi obveznice.

### 6.1.5 Zaveze in omejitve v zvezi z izdajo zamenljivih obveznic

V zvezi z izdajo obveznic družba Salonit Anhovo- Holding,d.d. nima nobenih posebnih omejitev in sicer:

- Ni omejitev v investicijski politiki in politiki širjenja poslovanja,
- ni omejitev pri izplačilu dividend,
- ni omejitev finančne politike,
- ni zaveze za uporabo posebnih računovodskih načel,
- ni zaveze o običajnem zavarovanju poslovanja.

### 6.1.6 Namen izdaje zamenljivih obveznic

Zamenljive obveznice so izdane zaradi refinanciranja obstoječih obveznosti in za financiranje načrtovanih investicij.

### 6.1.7 Amortizacija dolga in potek izpolnjevanja izdajateljevih obveznosti ter vnovčevanje zamenljivih obveznic /amortizacijski načrt/

Izdajatelj bo svoje obveznosti izplačeval vsem osebam (fizičnim in pravnim), ki bodo kot imetniki zamenljivih obveznic na dan obračuna vpisani v centralni register pri KDD.

Obresti na glavnico se obračunavajo polletno. Obrestna mera znaša 8,0 % letno. Obresti se obračunavajo na linearen način, pri čemer se za število dni v mesecu šteje 30, v letu pa 360 dni. Kupona je obveznost izdajatelja izplačati obresti oziroma glavnico in obresti.

Izdajatelj je dolžan izplačati višino obveznosti iz posameznega kupona po srednjem tečaju Banke Slovenije za DEM za obdobje od dneva obračuna prejšnjega kupona do dneva obračuna naslednjega kupona. Če izdajatelj ob dospelosti ne izpolni obveznosti iz kupona, je dolžan od tolarskega zneska kupona plačati za obdobje zamude zakonske zamudne obresti.

Iz tabele 11 je razviden amortizacijski načrt vnovčevanja zamenljivih obveznic Salonita.

**Tabela 11:** Amortizacijski načrt zamenljivih obveznic Salonita Anhovo

Datum obračuna	Obveznost za izplačilo glavnice (DEM)	Obveznost za izplačilo obresti (DEM)	Stanje glavnice (DEM)
15.04.1999	0	1.680.000	42.000.000
15.10.1999	0	1.680.000	42.000.000
15.04.2000	0	1.680.000	42.000.000
15.10.2000	0	1.680.000	42.000.000
15.04.2001	0	1.680.000	42.000.000
15.10.2001	0	1.680.000	42.000.000
15.04.2002	0	1.680.000	42.000.000
15.10.2002	0	1.680.000	42.000.000
15.04.2003	0	1.680.000	42.000.000
15.10.2003	0	1.680.000	42.000.000
15.04.2004	0	1.680.000	42.000.000
15.10.2004	0	1.680.000	42.000.000
15.04.2005	0	1.680.000	42.000.000
15.10.2005	0	1.680.000	42.000.000
15.04.2006	0	1.680.000	42.000.000
15.10.2006	0	1.680.000	42.000.000
15.04.2007	0	1.680.000	42.000.000
15.10.2007	0	1.680.000	42.000.000
15.04.2008	0	1.680.000	42.000.000
15.10.2008	42.000.000	1.680.000	0
<b>skupaj</b>	<b>42.000.000</b>	<b>33.600.000</b>	<b>0</b>

Vir: Ponudbeni memorandum za izdajo dolžniških vrednostnih papirjev Salonita Anhovo, 1998.

## 6.2 POSEBNOSTI ZAMENLJIVE OBVEZNICE SALONITA

### 6.2.1 Denominacija zamenljive obveznice Salonita Anhovo

Zamenljive obveznice Salonita so, kot večina slovenskih obveznic, zaradi visoke inflacije v Sloveniji, denominirane v DEM in se tako v DEM tudi obrestujejo. Vplačljive in izplačljive so v tolarjih po srednjem tečaju DEM Banke Slovenije. Od ukinitve DEM, od 1.1.2002, se obračuni vodijo po srednjem tečaju za EUR. Nominalna vrednost ene obveznice od takrat dalje znaša 511,29 EUR, kuponske obresti pa 40,90 EUR letno. V nadaljevanju naloge bom zaradi večje preglednosti še vedno uporabljal termin DEM.

### 6.2.2 Oblikovanje obrestne mere in cene zamenljive obveznice Salonita

Nominalno 8 % letno obrestno mero je uprava Salonita formirala na podlagi obrestnih mer obveznic, ki so v času izdaje zamenljivih obveznic Salonita kotirale na ljubljanski borzi vrednostnih papirjev.

Obrestna mera državnih obveznic RS 13 je znašala 5,5 %, obrestna mera obveznic SOS 2 je bila 6,5 %, obveznice 1. izdaje NKBM je bila 6 %, obveznice 4. izdaje Banke Vipa pa so imele obrestno mero 7 %.



Glede na dejstvo, da so državne obveznice praktično brez tveganja, je 2,5 % pribitek na obrestno mero RS 13, kot premija za tveganje investitorjem v zamenljive obveznice Salonita relativno nizek, še posebej ob upoštevanju dejstva, da se je zamenljiva obveznica Salonita prodajala po nad pari tečaju 102,2 %. Kupec je moral ob nakupu ene zamenljive obveznice nominalne vrednosti 1000 DEM zaradi možnosti konverzije obveznic v delnice, plačati še 22 DEM premije, tako da je dejanska cena za eno zamenljivo obveznico Salonita znašala 1022 DEM.

### 6.2.3 Analiza cene zamenjave v obdobju zamenljivosti

Ob izdaji zamenljivih obveznic je bilo določeno menjalno razmerje (*conversion ratio*) 5 navadnih delnic za 1 zamenljivo obveznico. Glede na nominalno vrednost zamenljive obveznice, ki je veljala 1000 DEM, bi morala biti cena navadne delnice Salonita ob konverziji vsaj 200 DEM. Ob izdaji zamenljivih obveznic 15.10.1998 je znašala tolarska protivrednost cene zamenjave (*conversion price*) 18.928 SIT, knjigovodska vrednost delnice Salonita pa 15.601 SIT. Cena zamenjave je torej presegala knjigovodsko vrednost delnice Salonita za 21,3 %, kar je povsem v skladu s teoretičnimi spoznanji, ki govorijo, da je običajna cena zamenjave za 15-30 % višja od trenutne tržne cene delnic. Opcija konverzije obveznic v delnice je veljala od 1.1.2000 do 31.12.2002. Opcije ni izkoristil nihče od imetnikov zamenljivih obveznic Salonita, saj v obdobju zamenljivosti cena delnice Salonita ni presegla cene zamenjave tolarske protivrednosti 200 DEM.

V tabeli 12 so prikazana razmerja med knjigovodsko vrednostjo delnice Salonita in menjalno ceno, ki so veljala ob koncu posameznih četrtletij v obdobju zamenljivosti, prikazana pa je tudi izguba na obveznico ob morebitni konverziji. Zaradi dejstva, da delnice in obveznice Salonita ne kotirajo na ljubljanski borzi vrednostnih papirjev, so v analizi upoštevane knjigovodske vrednosti delnice ter nominalna cena zamenljive obveznice.

**Tabela 12:** Razmerja knjigovodske vrednosti delnice Salonita in menjalne cene v obdobju zamenljivosti po četrtletjih

Datum	Knjigovodska vrednost delnice Salonita v SIT	Menjalna cena 200 DEM na delnico v SIT	Razlika med menjalno in knjig. vred. v SIT	Razlika v %	Izguba ob konverziji na obveznico v SIT
01.01.2000	17.116	20.178	-3.062	15,2	15.310
31.03.2000	17.255	20.630	-3.375	16,4	16.875
30.06.2000	19.798	20.999	-1.201	5,7	6.005
30.09.2000	20.603	21.331	-728	3,4	3.640
31.12.2000	19.081	21.628	-2.547	11,8	12.735
31.03.2001	18.835	22.003	-3.168	14,4	15.840
30.06.2001	20.005	22.227	-2.222	10,0	11.110
30.09.2001	21.226	22.458	-1.232	5,5	6.160
31.12.2001	21.015	22.641	-1.626	7,2	8.130
31.03.2002	21.027	22.926	-1.899	8,3	9.459
30.06.2002	21.949	23.142	-1.193	5,2	5.965
30.09.2002	23.167	23.347	-180	0,8	900
31.12.2002	21.860	23.547	-1.687	7,2	8.435

Vir: Interni podatki Salonita Anhovo, devizni tečaji BS, lasten izračun.

Knjigovodska vrednost delnice Salonita se je najbolj približala ceni zamenjave 30.09.2002, ko je za njo zaostajala le za 180 SIT ali 0,8 %. Izguba na konverzijo bi torej znašala le 900 SIT.

W&P kot največji imetnik zamenljivih obveznic Salonita torej ni izkoristil možnosti konverzije obveznic v delnice Salonita, ki bi mu omogočala pridobiti kontrolni paket delnic Salonita. Tega pa ni storil iz razloga, ker je bil posredno, preko družbe Intercement, upravljanje naložb, d.o.o., Ljubljana, od 14. 9. 2000 dalje že večinski lastnik Salonita.

Ustanovitelja Intercementa sta bila poleg W&P, ki je v novoustanovljeno družbo vložil 123.150 delnic Salonita, 4.244 zamenljivih obveznic Salonita in še 25 % svojih dveh cementarn, še SRD, ki je v družbo vložil 435.115 delnic Salonita in Triglav Steber 1 PID,d.d.,Ljubljana, ki je vložil svoj 37 % delež, ki ga je imel v Cementarni Trbovlje.

Ob ustanovitvi je imel W&P 48 %, SRD 39 %, Triglav Steber 1 pa 13 % delež v Intercementu, v katerem so še danes slovenski lastniki udeleženi z 52 %.

Intercement je bil tako konec leta 2000 s 585.537 delnic ali 66.36 % večinski lastnik Salonita, delež pa je v naslednjih letih še povečeval, tako da znaša njegov delež ob koncu leta 2002 že 71,48 %.

#### 6.2.4 Delni predčasni odkup obveznic

Opcija odpoklica je za izdajatelja Salonit začela veljati 01.01.2003, ko je prenehala veljati opcija zamenljivosti za investitorje, kar je v primerjavi z zamenljivimi obveznicami izdanimi v tujini nekoliko nenavadno, saj se po navadi opciji zamenljivosti in odpoklica v času vsaj delno prekrivata.

Tudi premija za odpoklic, ki znaša po Ponudbenem memorandumu 3 %, je nekoliko nizka, saj se nanaša na nominalno vrednost obveznice, celotna emisija pa se je prodala po ceni 102,2 %. Efektivna premija za odpoklic tako znaša le 0,78 %, kar pomeni za izdajatelja zelo majhen strošek.

Zaradi splošnega znižanja obrestnih mer na finančnem trgu in dobrih poslovnih rezultatov v zadnjih štirih letih, ki Salonitu omogočajo zadolževanje pri bankah pod najugodnejšimi pogoji, je Salonit delno izkoristil možnost odpoklica svojih obveznic.

Tako je 08.01.2003 Salonit od Slovenske odškodninske družbe odkupil 3.578 svojih obveznic, za plačilo kupnine, ki je znašala 434,3 milijonov tolarjev ter natečenih obresti v znesku 7,9 milijonov tolarjev, pa je najel pri domači poslovni banki kredit, denominiran v evrih, z odplačilno dobo 5 let in spremenljivo obrestno mero EURIBOR + 1,75 %.

28.02.2003 je Salonit odkupil še 8.419 obveznic, ki so bile v lasti NLB. Za obveznice je plačal 1,027 milijarde tolarjev, za natečene obresti še 29,9 milijonov tolarjev. Večji del kupnine je Salonit poravnal z lastnimi prostimi likvidnimi sredstvi, za razliko pa je pri NLB najel kredit v višini 2 milijonov evrov, odplačilno dobo 5 let ter obrestno mero EURIBOR + 1,2 %.

Salonit bo odplačeval najeta kredita po obrestni meri, ki bo v primeru prvega kredita skoraj enkrat nižja od obrestne mere obveznic Salonita, v primeru drugega kredita pa več kot enkrat nižja, saj je trenutna vrednost za EURIBOR 2,45 % in se bo v bližnji prihodnosti verjetno še zniževala.

Po odkupu 11.997 obveznic ima sedaj Salonit izdanih še 30.003 obveznic, kar predstavlja 71,44 % prvotne emisije. Z odpoklicem še preostalih obveznic, bi si lahko Salonit močno znižal odhodke iz financiranja, če bi odkup financiral pod enakimi pogoji, kot pri že izvršenih odkupih, saj bi bil letni strošek za obresti 1,2 milijonov nemških mark namesto 2,4 milijonov nemških mark, kolikor znaša letni strošek obresti za preostalih 30.003 obveznic.

Ker pa so vsi trije preostali imetniki obveznic Salonita njegovi neposredni (Intercement) ali posredni lastniki (W&P in Raiffeisen Ost Invest), uprava Salonita seveda ne more odpoklicati svojih obveznic brez upoštevanja interesov lastnikov, ki so v tem primeru v navzkrižju z interesi Salonita.

### **6.3 IZPOSTAVLJENOST ZAMENLJIVE OBVEZNICE SALONITA RAZLIČNIM TVEGANJEM**

#### **6.3.1 Tveganje obrestne mere in reinvesticijsko tveganje**

Tveganje obrestne mere in reinvesticijsko tveganje sta obratno sorazmerna, zato lahko izpostavljenost pred omenjenima tveganjema imetnikov zamenljive obveznice Salonita analiziramo hkrati.

Tveganje obrestne mere je tveganje, da bodo tržne obrestne mere zrasle in tako zmanjšale ceno obveznicam, medtem ko reinvesticijsko tveganje pomeni, da bodo tržne obrestne mere padle in bodo investitorji že dobljene donose iz obveznic, ki jih želijo ponovno investirati, investirali po nižjih obrestnih merah.

Zamenljiva obveznica Salonita je denominirana v DEM (EUR), zato je tudi njena nominalna obrestna mera prilagojena valuti, v kateri je obveznica denominirana. Tveganje obrestne mere in reinvesticijsko tveganje sta odvisna od sprememb obrestnih mer za naložbe denominirane v DEM (EUR). Zaradi veliko stabilnejših razmer, ki vladajo na območju evrskih držav (prej v Nemčiji), imetniki obveznic Salonita niso izpostavljeni večjemu obrestnemu in reinvesticijskemu tveganju.

#### **6.3.2 Kreditno tveganje**

Kreditno tveganje imetnikov zamenljivih obveznic Salonita pomeni, da Salonit ob dospelosti kuponov ne bo sposoben poravnati svojih obveznosti.

Največje je bilo kreditno tveganje neposredno ob izdaji zamenljivih obveznic Salonita, saj je takrat še posloval z izgubo, bilo pa je še tudi precej nejasnosti v zvezi z izplačevanjem odškodnin obolelim po »azbestnem« zakon.

Uspešno poslovanje Salonita v zadnjih letih, dosedanje pravočasno odplačevanje obveznosti iz zapadlih devetih kuponov ter zmanjšanje emisije obveznic v letu 2003 za 12 milijonov nemških mark, so pomembni dejavniki, ki zmanjšujejo možnost, da bi bili imetniki obveznic Salonita izpostavljeni večjemu kreditnemu tveganju.

Kreditno tveganje imetnikov obveznic Salonita pa se lahko poveča, če ne bo podaljšana veljavnost »azbestnega« zakona, ki velja do konca leta 2004 in bi vse odškodnine obolelim moral plačevati Salonit.

### 6.3.3 Tveganje odpoklica

Imetniki obveznic Salonita so od prvega januarja 2003 dalje izpostavljeni tveganju odpoklica (glej točko 6.2.3).

### 6.3.4 Tveganje inflacije

Denominacija v DEM (EUR) je precej zmanjšala inflacijsko tveganje imetnikov zamenljivih obveznic, saj se ne pričakuje, da bi inflacija v državah evropske monetarne unije v obdobju do zapadlosti obveznic Salonita, preseгла nominalno obrestno mero obveznice Salonita.

### 6.3.5 Tveganje spremembe tečaja tuje valute

Valutno tveganje je za obveznice, ki so denominirane v tuji valuti, zelo pomembno, saj investitor v take obveznice ne ve natančno, kolikšni bodo njegovi bodoči denarni pritoki izraženi v domači valuti, ker so ti odvisni od medvalutnega razmerja tuje in domače valute.

Obveznice Salonita so denominirane v DEM (EUR), kuponske obveznosti pa se poravnavajo v SIT po srednjem tečaju BS za DEM (EUR). V zadnjih letih je rast tečaja DEM (EUR) zaostajala za rastjo cen življenjskih potrebščin, s katero merimo domačo inflacijo, zato se je tolarska donosnost zamenljivih obveznic Salonita zmanjšala. Od izdaje zamenljivih obveznic Salonita 15.10.1998 do izplačila devetega kupona 15.04.2003, je tečaj DEM (EUR) zrasel za 25.53 %, rast inflacija pa je v tem obdobju dosegla 34,40 %. Zaključimo torej lahko, da so imetniki zamenljivih obveznic Salonita izpostavljeni precejšnjemu tveganju spremembe tuje valute.

### 6.3.6 Tveganje nizke likvidnosti

Zamenljive obveznice Salonita so bile izdane na podlagi zaprte ponudbe, zato jih po prodaji niso uvrstili na organiziran trg vrednostnih papirjev, za kar bi potrebovali soglasje Agencije za trg vrednostnih papirjev. V vsem obdobju od izdaje obveznic do danes ni bilo nobenega prometa z njo, če ne upoštevamo preknjižbe 4244 obveznic, ki jih je W&P kot stvarni vložek prenesel na Intercement ob njegovi ustanovitvi, zato lahko trdimo, da je obveznica Salonita izrazito nelikvidna.

## **6.4 DONOSNOSTI ZAMENLJIVE OBVEZNICE SALONITA ANHOVO**

### 6.4.1 Nominalna donosnost

Nominalna donosnost zamenljive obveznice Salonita je enaka kuponski obrestni meri. Znaša torej 8 %.

#### 6.4.2 Tekoča donosnost (*current yield*)

Zamenljiva obveznica Salonita ne kotira na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, zato pri izračunu trenutne donosnosti namesto tržne vrednosti obveznice upoštevamo nakupno ceno 102,2 %.

Tekoča donosnost obveznice Salonita znaša 7,83 %.

#### 6.4.3 Donosnost do odpoklica (*yield to call*)

Pri izračunu donosnosti do odpoklica je kot tržna vrednost obveznice upoštevana nakupna cena 102,2 %, kot odpoklicna cena obveznice pa je upoštevana 3 % premija na nominalno vrednost obveznice 100 %.

Dejanska donosnost že odpoklicanih obveznic Salonita je bila 7,98 %. Zaradi majhne verjetnosti odpoklica še preostalih obveznic, donosnosti do odpoklica ni smiselno računati.

#### 6.4.4 Donosnost do dospelja (*yield to maturity*)

Pri izračunu donosnosti do dospelja obveznice Salonita je kot tržna vrednost obveznice upoštevana nakupna cena 102,2 %, ob dospelju pa je upoštevana nominalna vrednost obveznice 100 %.

Donosnost do dospelja obveznice Salonita znaša 7,68 %.

### **6.5 ANALIZA ZAMENLJIVE OBVEZNICE Z VIDIKA IZDAJATELJA**

#### 6.5.1 Srednji tečaj DEM BS, inflacija in tolarski stroški dolga

Kako je denominacija zamenljivih obveznic Salonita v DEM in izplačevanje obveznosti iz obveznic v SIT vplivalo na stroške tako pridobljenega kapitala, pokaže primerjava med izplačevanjem obveznosti v DEM in v SIT v obdobju od 16.10.2002 do 15.04.2003, torej za obdobje zapadlosti devetega kupona obveznice Salonita.

Imetnik obveznice Salonita je dobil izplačanih 40 DEM v SIT na dan 15.04.2003. Ob primerjavi izplačila kuponov obveznice Salonita v SIT z izplačili v DEM, ugotovimo, da je nastala določena razlika v stroških kapitala. Razlika je nastala zaradi počasnejše rasti srednjega tečaja DEM BS v tem obdobju od rasti inflacije, merjene z indeksom rasti življenjskih potrebščin.

Rast srednjega tečaja DEM je bila v obdobju od 16.10.2002 do 15.04.2003 1,63 %, rast inflacije pa 3,30 %. Če bi srednji tečaj DEM v tem obdobju rasel po enaki stopnji kot inflacija, bi znašal 15.04.2003 120,77 SIT in ne le 118,81 SIT, kot je bil tedaj dejanski srednji tečaj za DEM BS.

Imetnik obveznice je 15.04.2003 dobil izplačanih 4.752,50 SIT, v kolikor pa bi srednji tečaj DEM rasel po enaki stopnji kot inflacija, bi imetnik obveznice prejel 4.830,80 SIT. Zaradi manjše rasti tečaja DEM je imetnik obveznice Salonita prejel le 98,38 % vrednosti kupona izraženega v SIT, medtem ko je izdajatelj izplačal realno za 1,62 % manj SIT.

Ob upoštevanju razlik v rasti srednjega tečaja DEM in inflacije ugotovimo, da je bila realna tolarska obrestna mera v SIT, ki jo je imel izdajatelj obveznice Salonit za obdobje izplačila devetega kupona 7,70 % in je bila nižja od efektivne obrestne mere zamenljive obveznice Salonita, ki znaša 7,83 %, kot tudi nižja od nominalne obrestne mere, ki znaša 8 %.

Analogija počasnejše rasti srednjega tečaja DEM, v primerjavi z rastjo inflacije, je bila ob izplačilu prvih osmih kuponov skoraj identična, saj je v vseh devetih obdobjih rast inflacije presegala rast srednjega tečaja DEM. Skupna rast inflacije v obdobju od izdaje zamenljivih obveznic Salonita, do izplačila devetega kupona je bila 34,40 %, medtem ko je bila rast srednjega tečaja DEM 25,53 %.

Zaradi rasti vrednosti tolarja v primerjavi z DEM, se je realna vrednost izplačanih kuponov izraženih v DEM, izplačanih pa v SIT, manjšala, s tem pa so se za izdajatelja zmanjševali tudi stroški kapitala izraženi v SIT.

Stroški kapitala v obdobju izplačevanja posameznih kuponov so razvidni iz tabele 13.

**Tabela 13:** Rast tečaja DEM, inflacije in tolarski stroški dolga iz obveznic v obdobjih izplačil kuponov zamenljive obveznice Salonita pred davki

Številka kupona	Obdobje izplačila posameznega kupona	Rast tečaja DEM v %	Rast inflacije v %	Indeks vrednosti DEM /rast inflacije	Stroški kapitala v SIT v %
1	od15.10.1998 do15.04.1999	2,98	3,15	99,84	7,82
2	od 1.04.1999 do15.10.1999	3,10	4,45	98,71	7,73
3	od16.10.1999 do15.04.2000	2,99	4,45	98,59	7,72
4	od16.04.2000 do15.10. 2000	3,23	4,30	98,97	7,75
5	od16.10.2000 do15.04.2001	3,16	4,45	98,76	7,73
6	od16.04.2001 do15.10.2001	1,98	3,20	98,82	7,74
7	od16.10.2001 do15.04. 2002	2,15	4,65	97,61	7,64
8	od16.04.2002 do15.10.2002	1,82	2,45	99,39	7,78
9	od16.10.2002 do15.04.2003	1,63	3,30	98,38	7,70

Viri: Finančni podatki, Banka Slovenije, 2003. Cene, Statistični urad RS, 2003.  
Lasten izračun.

Najnižji stroški kapitala, izraženega v SIT, so bili v obdobju izplačila obveznosti sedmega kupona, ko je bila razlika med rastjo inflacije in rastjo DEM najvišja. Takrat je znašal tolarski strošek kapitala le 7,64 %.

### 6.5.2 Bančni kredit in izdaja zamenljive obveznice

Izdaja zamenljivih obveznic denominiranih v DEM je bila za Salonit vsekakor dobra poslovna odločitev, kar bo dokazano zgolj s hipotetičnim primerom izračuna obresti najema kredita pri poslovni banki v tolarški protivrednosti 1000 DEM, po obrestni meri TOM + 6,5 %, za obdobje vseh devetih doslej izplačanih kuponov, kar je bila v tistem času najugodnejša obrestna mera za dolgoročne kredite za podjetja, ocenjena z boniteto A pri Novi KBM.

Primer je dejansko zgolj hipotetičen, saj v času emisije zamenljivih obveznic Salonit, glede na slabe poslovne rezultate, ni bil sposoben najema bančnega kredita s tako veliko emisijsko vrednostjo. Zaradi velikosti emisije 42 milijonov nemških mark bi bilo kreditiranje tako visokega zneska za eno samo poslovno banko preveliko tveganje, in ni verjetno, da bi Salonit brez bančnega konzorcija do takšnega kredita sploh prišel.

Za obdobje izplačila devetega kupona primerjam izplačilo obresti v višini TOM + 6,5 % za kredit v znesku 116.911,40 SIT, kar je bila vrednost 1000 DEM v SIT na dan 16.10.2002, ter kuponske obresti po nominalni 8 % obrestni meri, ki so za eno obveznico znašale 40 DEM v SIT. Strošek obresti za kredit po navedeni obrestni meri bi za eno obveznico znašal 7.967,10 SIT, medtem ko so imetniki obveznic dobili izplačanih 4.752,50 SIT kuponskih obresti. Bančni kredit na obveznico bi bil za 3.214,60 SIT dražji od dejanskih stroškov kuponskih obveznic. Glede na preostalo število izdanih obveznic (30.003), pa bi bili hipotetični stroški bančnega kredita višji kar za 96,43 milijonov tolarjev od dejansko izplačanih kuponskih obresti.

Analogija višjih stroškov hipotetičnega kredita velja tudi za obdobje prvih osmih izplačil kuponskih obresti, kar je razvidno iz tabele 15.

Najem kredita po TOM + 6,5 % bi pomenil za Salonit precej višji strošek, kot je strošek dejansko izplačanih kuponskih obresti za obveznico. Razlika izhaja iz hitrejši rasti inflacije v primerjavi z rastjo DEM, pa tudi iz samega načina obračunavanja obresti. V hipotetičnem primeru kredita so obresti izračunane na konformni način, medtem ko so kuponske obresti iz obveznic računane na linearen način.

**Tabela 15:** Primerjava hipotetičnih stroškov obresti za kredit in kuponskih obresti v obdobju posameznih izplačil kupona

Številka kupona	Obdobje izplačila posameznega kupona	Obresti za kredit 1000 DEM v SIT po TOM + 6,5%	Kuponske obresti V SIT	Razlika v obrestih na obveznico v SIT	Razlika na emisijo obveznic v mio SIT
1	od15.10.1998 do15.04.1999	5.946,60	3.898,60	2.048,00	86,02
2	od16.04.1999 do15.10.1999	5.959,70	4.019,50	1.940,20	81,49
3	od16.10.1999 do15.04.2000	7.945,90	4.139,80	3.806,10	159,85
4	od16.04.2000 do15.10.2000	8.085,30	4.273,60	3.811,70	160,09
5	od16.10.2000 do15.04.2001	8.242,30	4.408,50	3.833,80	161,02
6	od16.04.2001 do15.10.2001	8.567,10	4.496,00	4.071,10	170,99
7	od16.10.2001 do15.04.2002	7.954,50	4.592,70	3.361,80	141,20
8	od16.04.2002 do15.10.2002	8.124,50	4.676,50	3.448,00	144,82
9	od16.10.2002 do15.04.2003	7.967,10	4.752,50	3.214,60	96,43

VIR: Finančni podatki, Banka Slovenije, 2003. Lasten izračun.

## 7. SKLEP

Spremembe političnega in s tem v veliki meri povezanega ekonomskega položaja v Sloveniji, so poleg zdravju škodljivega in tržno neperspektivnega programskega sklopa azbestementne proizvodnje ter zgrešeno investiranje v izgradnjo tovarne poliesterskih cevi Tesal, so dejavniki, ki so odločilno vplivali na krizo stanje podjetja Salonit Anhovo v devetdesetih letih prejšnjega stoletja.

Posledica krize so bile velike likvidnostne težave Salonita, ki jih je tedanje vodstvo skušalo rešiti v povezovanju s tujima partnerjema, ki naj bi postala večinska lastnika podjetja. Program lastninskega preoblikovanja podjetja ni dobil soglasja Agencije za privatizacijo podjetij. Podjetje se je znašlo v fazi dezintegracije, ko skoraj ni bilo več zaupanja v strategijo vodstva.

Odstop tujih partnerjev od pogodb o skupnem vlaganju ter kreditne pogodbe in tožbi za vračilo kupnine oziroma kredita so razmere v podjetju še dodatno zaostri.

»Azbestni« zakon, sprejet v Državnem zboru 1996, je v bistveni meri vplival na reševanje krize podjetja Salonit Anhovo, saj je omogočil veliko znižanje stroškov delovne sile ter zagotovil sredstva za prestrukturiranje proizvodnje.

Ključnega pomena za uspešno izvedbo finančnega prestrukturiranja Salonita je bila ureditev odnosov z največjim upnikom W&P, ko je le ta pristal na konverzijo takoj



vnovčljive terjatve po arbitraži, v delnice Salonita, pod enakimi pogoji in skupaj z Republiko Slovenijo, ki je imela terjatev iz naslova sredstev za prestrukturiranje proizvodnje na podlagi »azbestnega« zakona. Istočasno se je vodstvu in svetovalcem Salonita utrnila ideja o izdaji zamenljivih obveznic, s prodajo katerih bi lahko Salonit poplačal drage kratkoročne kredite ter pridobil sredstva za potrebne investicije v naslednjem srednjeročnem obdobju, W&P pa pridobil kontrolni delež v Salonitu.

Uprava Salonita se je zaradi slabo razvitega slovenskega kapitalskega trga, nižjih stroškov in krajšega časa izdaje, ter enostavnejših postopkov v primerjavi z javno prodajo, odločila za zaprto prodajo zamenljivih obveznic. Celotna emisija zamenljivih obveznic je bila vplačana v novembru in decembru 1998. Salonit je z izkupičkom od prodaje zamenljivih obveznic vrnil drage kratkoročne kredite.

Z uspešno izvedenim finančnim prestrukturiranjem, z dokapitalizacijo in izdajo zamenljivih obveznic, se je struktura virov sredstev Salonita močno izboljšala že leta 1998, v naslednjih letih pa se je zaradi poslovanja z dobičkom ter pozitivnih efektov »azbestnega« zakona še izboljševala.

W&P, kot največji imetnik zamenljivih obveznic Salonita, ni izkoristil možnosti konverzije obveznic v delnice Salonita, ki bi mu omogočala pridobiti kontrolni paket delnic Salonita. Tega pa ni storil iz razloga, ker je bil posredno, preko družbe Intercement, upravljanje naložb, d.o.o., Ljubljana, od 14.9.2000 dalje, že večinski lastnik Salonita.

Opcija odpoklica je za izdajatelja Salonit začela veljati 01.01.2003, ko je prenehala veljati opcija zamenljivosti za investitorje. Zaradi splošnega znižanja obrestnih mer na finančnem trgu je Salonit delno izkoristil možnost odpoklica svojih obveznic..

Analiza posameznih tveganj za imetnike zamenljive obveznice Salonita kaže, da so le ti najbolj izpostavljeni valutnemu tveganju. Kreditno tveganje imetnikov obveznic Salonita se lahko poveča, v kolikor ne bo podaljšana veljavnost »azbestnega« zakona, ki velja do konca leta 2004. V tem primeru bi vse odškodnine obolelim moral plačevati Salonit.

Analiza zamenljive obveznice z vidika izdajatelja je pokazala, da je bila izdaja zamenljivih obveznic denominiranih v DEM zelo dobra poslovna odločitev, saj so se stroški financiranja Salonita bistveno znižali, posledično pa se je močno izboljšala struktura virov sredstev, ki podjetju omogoča realizacijo zahtevnega naložbenega ciklusa v naslednjem srednjeročnem obdobju in omogoča uresničitev ambiciozne strategije in vizije razvoja podjetja.

## 8. LITERATURA

1. Brigham Eugene F., Daves Phillip R.: Intermediate Financial Management. Seventh Edition. Forth Worth: Thomson Learning, 2002. 988 str.
2. Copeland E. Thomas, Weston J. Fred: Managerial Finance. 9. Izdaja. Forth Worth: The Dryden Press. 1992. 1182 str. 4 pril.
3. Dudley Nigel: Blue Chips are Ripe for Conversion. Euromoney, London, 1997, november, str. 77-82.
4. Duhovnik Meta: Dolgoročno financiranje podjetja z vrednostnimi papirji. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, Zbirka Srebrna knjiga, 1995. 209 str.
5. Fabozzi Frank J., Fabozzi Dessa T.: Bond Markets, Analysis and Strategies. New Jersey: Prentice-Hall, 1989. 347 str.
6. Kocbek Marijan: Delnice in delniška družba. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1995. 528 str.
7. Mramor Dušan: Poglavja iz poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 125 str.
8. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
9. Plavšak Nina: Pravne možnosti prestrukturiranja podjetja v stečaju. Podjetje in delo, Ljubljana, 18 (1992), 6, str.643-656
10. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
11. Prohaska Zdenko: Uvod v finančne trge. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1994. 143 str.
12. Ribnikar Ivan: Konvertibilna ali zamenljiva obveznica. Bančni vestnik, Ljubljana, 39 (1990), 11, str. 367-368.
13. Ritchie John C.: Convertible Securities. Frank J. Fabozzi and T. Dessa Fabozzi, ed., The Hand Book of Fixed Income Securities, Fourth Edition. Burr Ridge, Il.: Irwin, 1995, str. 290-306.
14. Sluga Gregor: Možnosti za razvoj trga podjetniških obveznic v Sloveniji. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 89 str.
15. Smith R. Todd: Markets for Corporate Debt Securities. IMF Working Paper. Washington D.C.: International Monetary Fund, 1995. 84 str.
16. Svilan Sibil: Vrednostni papirji, namen in vrste, oblikovanje in trgovanje ter upravljanje. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1990. 213 str.

## 9. VIRI

1. Cene. Statistični urad RS.  
[URL:<http://www.sigov.si/zrs/podatki/cene.html>], 22.05.2003.
2. Finančni podatki. Banka Slovenije.  
[URL:[http://www.bsi.si/html/financni\\_podatki/devizni\\_tecaji.html](http://www.bsi.si/html/financni_podatki/devizni_tecaji.html)], 22.05.2003.
3. Interni podatki Salonita Anhovo.
4. Letno poročilo 1994. Salonit Anhovo, 1995.
5. Letno poročilo 1995. Salonit Anhovo, 1996.
6. Letno poročilo 1996. Salonit Anhovo, 1997.
7. Letno poročilo 1997. Salonit Anhovo, 1998.
8. Letno poročilo 1998. Salonit Anhovo, 1999.
9. Letno poročilo 1999. Salonit Anhovo, 2000.

10. Letno poročilo 2000. Salonit Anhovo, 2001.
11. Letno poročilo 2001. Salonit Anhovo, 2002.
12. Letno poročilo 2002. Salonit Anhovo, 2003.
13. Ponudbeni memorandum za izdajo dolžniških vrednostnih papirjev. Anhovo, oktober 1998.
14. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št.30/93).
15. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/92).
16. Zakon o prepovedi proizvodnje in prometa z azbestnimi izdelki ter zagotovitvi sredstev za prestrukturiranje azbestne proizvodnje v neazbestno (Uradni list RS, št. 56/96).
17. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o prepovedi proizvodnje in prometa z azbestnimi izdelki ter zagotovitvi sredstev za prestrukturiranje azbestne proizvodnje v neazbestno (Uradni list RS, št. 86/2000).
18. Zakon o vrednostnih papirjih (Uradni list SFRJ, št.64/89).