

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**IZDAJA LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV
SLOVENSKEGA PODJETJA DOMA IN V TUJINI**

Ljubljana, september 2002

EMA DREMELJ

IZJAVA

Študentka _____ izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom _____ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____ Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
<u>1 VRSTE IN ZNAČILNOSTI LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV</u>	2
1.1 NAVADNE DELNICE	2
1.2 PREDNOSTNE DELNICE	3
1.3 ZAMENLJIVE OBVEZNICE	4
<u>2 PRIMARNA IZDAJA LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV</u>	5
2.1 POSTOPEK JAVNE PRODAJE DELNIC	6
2.2 PREDNOSTI IN SLABOSTI PRVE JAVNE PONUDBE	7
2.3 METODE IZDAJANJA VREDNOSTNIH PAPIRJEV	8
<u>3 PRIMARNA IZDAJA LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV V SLOVENIJI</u>	9
3.1 PRAVNI OKVIRI	9
3.2 POSTOPEK JAVNE IZDAJE DELNIC	10
3.2.1 Prospekt	12
3.3 NEJAVNA PONUDBA VREDNOSTNIH PAPIRJEV	14
3.4 ANALIZA PRIMARNEGA TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV	15
3.4.1 Javni primarni trg vrednostnih papirjev	15
3.4.2 Nejavni primarni trg vrednostnih papirjev	17
<u>4 PRIMARNA IZDAJA LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV NAŠIH PODJETIJ V TUJINI</u>	17
4.1 PRAVNI OKVIRI V SLOVENIJI	17
4.2 RAZLIKA MED JAVNO PONUDBO PRI NAS IN V TUJINI	19
<u>5 PRIMARNI TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV V EVROPSKI UNIJI – POGLED VNAPREJ</u>	20
<u>6 STROŠKI IZDAJE DELNIC</u>	22
6.1 OPREDELITEV STROŠKOV	23
6.2 STROŠKI IZDAJE DELNIC V SLOVENIJI	24
6.3 STROŠKI IZDAJE DELNIC V TUJINI	26
<u>7 SEKUNDARNI TRG LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV</u>	29
7.1 POTRDILA O LASTNIŠTVU	29
7.1.1 Vrste programov potrdil o lastništvu	29
7.1.2 Prednosti potrdil o lastništvu	30
7.1.3 Potrdila o lastništvu v slovenski zakonodaji	31
7.1.4 Izdaja potrdil o lastništvu	32
7.2 KOTACIJA NA (TUJI) BORZI	33
7.3 LONDONSKA BORZA VREDNOSTNIH PAPIRJEV	34
7.3.1 Sprejem vrednostnih papirjev na londonsko borzo	34
7.3.2 Praksa naših podjetij na londonski borzi	37
<u>SKLEP</u>	38
<u>LITERATURA</u>	40
<u>VIRI</u>	41
<u>SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV</u>	

UVOD

Funkcija finančnega sistema je predvsem zagotavljati učinkovit pretok kapitala od subjektov s finančnimi presežki k subjektom, ki ta sredstva lahko najbolj učinkovito naložijo. Večinsko vlogo finančnega posrednika v Sloveniji so imele poslovne banke. Vendar pa podjetja za rast in poslovanje poleg dolžniškega kapitala potrebujejo tudi lastniški kapital.

Podjetje ima dve možnosti financiranja naložb, in sicer z izdajo dolžniških vrednostnih papirjev ali z izdajo lastniških vrednostnih papirjev. Pri tem izdajatelj izbere javno prodajo ali pa zaprto prodajo vrednostnih papirjev (primarni trg vrednostnih papirjev). Uspešni javni prodaji sledi trgovanje z vrednostnimi papirji na organiziranem trgu kapitala (sekundarni trg kapitala).

Velika in agresivnejša podjetja v Sloveniji so svoj kreditni potencial za širjenje poslovanja bolj ali manj izrabila, zato lahko v Sloveniji v prihodnosti z veliko verjetnostjo pričakujemo hitrejši razvoj (primarnega) trga lastniškega kapitala in vstop »ambicioznih« slovenskih podjetij tudi na tuj, mednarodni trg kapitala. S tega vidika se mi zdi aktualno v diplomski nalogi prikazati določeno informativno podlago in možnosti za slovensko podjetje, ki razmišlja tudi o vstopu na tuje finančne trge. Glede na drugo dejstvo, da je slovenski primarni trg vrednostnih papirjev malo razvit, pa skušam prikazati tudi značilnosti slovenskega primarnega trga lastniških vrednostnih papirjev. Skozi celotno delo predpostavljam, da gre za veliko in uspešno slovensko podjetje.

Ker pomemben del celovite odločitve o izdaji lastniških vrednostnih papirjev predstavlja tudi izbira vrste vrednostnega papirja, so v prvem poglavju, ki sledi uvodu, predvsem z vidika podjetja predstavljene vrste in značilnosti lastniških vrednostnih papirjev, delnic.

V drugem delu na splošno opredelim postopek primarne ponudbe vrednostnih papirjev, prednosti in slabosti javne ponudbe ter metode izdajanja vrednostnih papirjev, ki se jih podjetja poslužujejo na razvitih trgih.

V tretjem poglavju obravnavam primarno izdajo lastniških vrednostnih papirjev v Sloveniji, ki jo razdelim na javno ponudbo in na drugi, po vsebini krajši del, nejavno ponudbo. V to poglavje vključim tudi pravne okvire in postopek javne ponudbe. Večji poudarek pa je na bistvenem dokumentu javne ponudbe, prospektu. V zadnjem delu tega poglavja analiziram slovenski primarni trg vrednostnih papirjev.

V četrtem delu predvsem z vidika pravne podlage v Sloveniji opišem primarno izdajo lastniških vrednostnih papirjev v tujino. Na kratko prikažem tudi razliko med izdajanjem vrednostnih papirjev v Sloveniji in tujini. Temu delu vsebinsko smiselno sledi peti del, kjer predstavim primarni trg vrednostnih papirjev v Evropski uniji. Ta predstavitev temelji na

osnutku bodoče smernice, ki naj bi bila sprejeta konec prihodnjega leta ter predstavlja bistvo primarnega trga vrednostnih papirjev v prihodnosti in je zaradi bližajočega polnopravnega članstva Slovenije aktualna tudi za naša podjetja.

V šestem delu skušam oceniti stroške izdaje lastniških vrednostnih papirjev tako doma kot v tujini. V zadnjem, sedmem poglavju, obravnavam sekundarni trg vrednostnih papirjev kot zaključek uspešne izdaje vrednostnih papirjev s poudarkom na potrdilih o lastništvu in kotacijo na tuji borzi vrednostnih papirjev. V sklepu povzamem glavne ugotovitve diplomske naloge.

1 VRSTE IN ZNAČILNOSTI LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Ko se podjetje odloči za izdajo delnic, je pomembno, da se odloči za izdajo tistih vrst delnic, ki so najbližje interesom obstoječih lastnikov podjetja. Delnice (»Stock/Shares«, »Aktien«) so lastniški vrednostni papir, ki se glasi na prinosnika ali na ime.¹ Za izdajatelja pomenijo vir trajnih finančnih sredstev, za lastnika pa solastnino v delniški družbi s trajno udeležbo pri dobičku podjetja v obliki dividend in pri povečanju tržne vrednosti delnice (Mramor, 2000, str. 43). Če predpostavljamo razviti trg kapitala, pomeni za delničarje investiranje v delnice tudi stalno likvidnost.

Delnice lahko razvrstimo glede na to, na koga se glasijo (izdajajo). Imenske delnice se glasijo na ime in se prenašajo z indosamentom. Prenos delnic je potrebno vpisati v delniško knjigo. Prinosniške delnice se glasijo na prinosnika, prenašajo pa se z izročitvijo. Glede na vsebino pravic, ki jih prinašajo delnice imetnikom, pa ločimo navadne (»Common Stock«, »Stamm Aktie«) in prednostne delnice (»Preferred Stock«, »Vorzugs Aktie«; Čas, Jamnik, 2000, str. 87).

1.1 NAVADNE DELNICE

Imetniki navadnih delnic imajo naslednje pravice (Svilan, 1990, str. 76-77):

- popolna pravica glasovanja,
- pri vseh novih izdajah delnic ima imetnik teh delnic predkupno pravico, kar mu omogoča, da obdrži določen delež vseh prodanih delnic,
- za dolgove podjetja odgovarjajo do višine vloženega zneska delnic,
- pri stečaju so zadnji na vrsti za poplačilo terjatev.

¹ Zaradi jasnosti in mednarodne primerljivosti v oklepaju navajam tudi angleški in nemški izraz.

Financiranje z navadnimi delnicami prinaša podjetju, ki jih izda, tako prednosti kot pomanjkljivosti. Prednosti so (Shapiro, Balbierer, 2000, str. 413):

- v primeru finančne stiske podjetju ni potrebno izplačevati dividend,
- ker navadne delnice nimajo dospelja, podjetje ni obvezano, da jih odplača,
- ker lastniški kapital podjetja predstavlja »garancijo« kreditodajalcem, pomeni prodaja navadnih delnic zaradi večje kreditne sposobnosti znižanje stroškov za podjetje pri dodatnem izdajanju dolga,
- navadne delnice je, ob dobrih možnostih podjetja v prihodnosti, lažje prodati kot obveznice; navadne delnice so namreč zanimive za nekatere skupine investorjev, ker imajo višji donos od prednostnih delnic ali obveznic, hkrati pa nudijo boljše zavarovanje pred inflacijo (povprečna stopnja rasti dividend naj bi presegala stopnjo inflacije).

Mramor (1993, str. 245) navaja še najmanjše omejitve pri poslovanju podjetja, ker podjetje ni pogodbeno zavezano k plačevanju dividend in tudi ni časovno obvezano k izplačilu glavnice.

Slabosti izdajanja navadnih delnic za podjetje so (Shapiro, Balbierer, 2000, str. 414):

- prodaja navadnih delnic pomeni prisotnost novih lastnikov za podjetje, kar zmanjšuje obseg nadzora obstoječih lastnikov; menedžerji oziroma lastniki se zaradi tega razloga pogosto skušajo izogniti lastniškemu financiranju,
- stroški izdaje navadnih delnic so ponavadi višji od stroškov izdaje dolga in prednostnih delnic,
- pri dodatnih izdajah navadnih delnic pride do zmanjšanja čistega dobička na delnico in do padca cene delnice; (vendar pa cena delnice praviloma naraste, če je nova izdaja pošteno ocenjena in investicije v projekte vsaj povrnejo stroške lastniškega kapitala; izgube tako obstoječih kot novih delničarjev v primeru slabe investicije niso posledica izdaje delnic),
- financiranje z navadnimi delnicami je dražje, v primeru, da so obresti iz naslova obveznic izvzete iz obdavčljivega dobička, ob enakih ostalih pogojih.

1.2 PREDNOSTNE DELNICE

Prednostna delnica je hibridni finančni instrument, saj ima značilnosti obveznice in navadne delnice. Po eni strani predstavlja vir lastniškega kapitala, po drugi strani pa je višina dividende ponavadi vnaprej (fiksno) določena. Ob prenehanju delniške družbe so pri poplačilu terjatev do podjetja podrejene kreditodajalcem. Prednostnih delnic je več vrst; najbolj znani sta zbirna (kumulativna) in udeležbena (participativna). Imetnik kumulativne prednostne delnice je upravičen do dividende v vsakem primeru, če podjetje posluje z dobičkom ali brez. Če dividenda ni izplačana v tekočem obdobju, mora biti izplačana

kasneje, ko dobiček podjetja to dopušča. Kumulativna prednostna delnica imetniku daje prednostno pravico do izplačila vseh še neizplačanih dividend, preden se navadnim delničarjem izplačajo dividende. Imetnik udeležbene prednostne delnice ima poleg prednostne dividende pravico do izplačila dividend, ki sicer pripadajo navadnim delničarjem. Ostale vrste prednostnih delnic so še zamenljive prednostne delnice (»Convertible Exchangeable Preferred Stock«), ki omogočajo imetniku zamenjavo te delnice v navadno ali v zamenljivo obveznico, prednostne delnice brez dividend in primarno odkupljive prednostne delnice (Svilan, 1990, str. 78-80).

Prednosti financiranja podjetja s prednostnimi delnicami so (Shapiro, Balbirer, 2000, str. 416):

- prednostne delnice v nasprotju z obveznicami zagotovijo podjetju zaželen finančni vzvod brez povečevanja tveganja stečaja,
- kapital, ki je pridobljen s prodajo prednostnih delnic, je trajen,
- podjetje je bolj prilagodljivo pri »upravljanju« denarnega toka, ker delnice niso omejene z dospetjem, poleg tega pa ima podjetje možnost omejiti izplačila prednostnih dividend,
- te delnice ne omogočajo pravico glasovanja, razen če podjetje ne izpolnjuje svojih obveznosti,
- navadni delničarji sami izvajajo nadzor nad podjetjem, imetniki prednostnih delnic lahko pri tem sodelujejo samo v primeru finančne stiske.

Glavne slabosti prednostnih delnic za podjetje so (Shapiro, Balbirer, 2000, str. 416):

- dividende prednostnih delnic niso odbitna postavka od davčne osnove,
- izdaja prednostnih delnic pomeni visok strošek financiranja; prednostne delnice so bolj tvegane od dolžniškega kapitala, zato je tudi višja zahtevana donosnost,
- terjatve imetnikov prednostnih delnic do podjetja imajo prednost pred terjatvami navadnih delničarjev,
- ta delnica prinaša vnaprej določeno višino donosa (fiksna dividenda), kar ni ugodno, če se dobiček podjetja znižuje,
- če podjetje nekaj let ne izplača dividend, dobijo prednostni delničarji glasovalno pravico.

1.3 ZAMENLJIVE OBVEZNICE

Imetnikom zamenljivih obveznic je dana pravica zamenjave za delnice izdajatelja obveznic (»Convertible Bonds«) ali za delnice, ki jih je izdala tretja oseba (»Exchangeable Bonds«). Zamenljiva obveznica je tako podjetniška obveznica z nakupno opcijo, s katero imetnik obveznice lahko kupi določeno število navadnih delnic izdajatelja obveznic. Ko se ta zamenjava izvede, ni mogoča ponovna zamenjava v obveznice. Leta 2001 je izdaja

zamenljivih obveznic na trgu kapitala v Evropi dosegla največjo rast (vrednost izdaje leta 2001 je bila 54,6 milijard evrov), medtem ko so aktivnosti na evropskem primarnem in sekundarnem trgu lastniškega kapitala dramatično upadle. Trg lastniškega kapitala postaja vse bolj nestanovitni, zato je prilagodljivost, ki omogoča izkoriščanje prednosti kratkoročnega trga, vse bolj zaželena. Izdaja zamenljivih obveznic je posebno primerna za podjetja z nizkimi dividendami in nestanovitno tržno ceno delnice (Thatcher, 2002, str. 4).

Izdaja zamenljivih obveznic za podjetje pomeni odloženo lastniško financiranje oziroma pogojni lastniški kapital, saj gre za začasni dolg, ki se spremeni v lastniški kapital. Pri tem je zelo pomembno, da podjetje ustrezno določi ceno zamenjave. Cena zamenjave pomeni število navadnih delnic, ki jih prinese zamenjava določene nominalne vrednosti zamenljivih obveznic (Mramor, 1993, str. 250).

Podjetje, ki izda zamenljive obveznice, ima možnost, da imetnike teh papirjev prisili v zamenjavo z možnostjo odpoklica po določeni ceni. Tako na primer podjetje, ki potrebuje lastniški kapital, imetnikom zamenljivih obveznic sporoči, da bo vse nezamenjane obveznice odpoklicalo po ceni, ki je bila določena ob izdaji. To velja v primeru, če cena delnic hitro narašča in je pri tem višja od cene zamenjave, ki je še dolg. Za imetnike zamenljivih obveznic velja, da je cena odpoklica v takem primeru takšna, da se izplača zamenjava v navadne delnice.

Podjetje, ki uspešno posluje, lahko izda zamenljive obveznice z relativno nizko obrestno mero. Te obveznice se po določenem obdobju, ko se tržna vrednost navadnih delnic dovolj poviša, zamenjajo v navadne delnice. Ob zamenjavi pa podjetje izda nove zamenljive obveznice. Takšen sistem financiranja se je izkazal kot uspešen; podjetja so namreč dosegla dovolj velik delež lastniškega kapitala ob hkrati nizkih obrestnih merah za dolgoročno financiranje. V primeru, da tržna cena navadnih delnic pada, pa se obveznice ne zamenjajo, temveč mora podjetje izplačati glavnico, nove obveznice pa izda po višji obrestni meri (Mramor, 1993, str. 250). Slabost pri izdaji zamenljivih obveznic je v primeru, da cena delnic zelo naraste, v tem, da bi bil izdajatelj verjetno na boljšem, če bi počakal in šele po porastu cene neposredno izdal delnice (Sluga, 2000, str. 31).

2 PRIMARNA IZDAJA LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Cilj izdajatelja je pridobiti finančna sredstva. Primarna izdaja pomeni novo oblikovanje določenega vrednostnega papirja, njegovo izdajanje in prodajo na trg oziroma prvo prodajo. Trg, kjer ta transakcija poteka, pa se imenuje primarni trg vrednostnih papirjev (Veselinovič, 1995, str. 22).

2.1 POSTOPEK JAVNE PRODAJE DELNIC

Izvedbo javne ponudbe mora podjetje natančno načrtovati. Pomembnejše faze javne prodaje so (Veselinovič, 1995, str. 150-154):

- Izbira ustreznih strokovnjakov

Podjetje mora pri izvedbi javne ponudbe sodelovati s strokovnjaki, ki pokrivajo naslednja področja: finance, računovodstvo, pravo, borzno posredovanje, marketing.

- Izbira pravega trenutka

Podjetje, ki gre v javno prodajo delnic, mora natančno poznati stopnjo svojega razvoja. Biti mora finančno zdravo s stabilnim poslovanjem, imeti mora ugled na trgu, zelo pomembna pa je jasna strategija razvoja podjetja. Potencialni investitorji bodo povpraševali po delnicah podjetja na podlagi preteklih poslovnih rezultatov in ugodnih pričakovanj v prihodnosti.

- Določitev velikosti in drugih značilnosti izdaje delnic

Kot sem omenila v prvem poglavju, je pomembno, da se podjetje odloči za izdajo tistih vrst delnic, ki so najbližje interesom sedanjih lastnikov podjetja. Vrednost celotne izdaje je odvisna od želenih sredstev, ki jih želi podjetje pridobiti.

- Oblikovanje in izdaja delnic

Slovenski trg vrednostnih papirjev se razvija v smeri dematerializacije, kar pomeni, da strošek tiskanja delnic odpade. V centralnem registru vrednostnih papirjev so vodeni vsi podatki o obstoječih delničarjih. Področje nematerializiranih vrednostnih papirjev v Sloveniji ureja Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (Uradni list RS, št. 23/99).

- Prospekt

V sklopu pridobitve dovoljenja za javno ponudbo mora izdajatelj predložiti tudi prospekt za javno ponudbo, ki vsebuje podatke o podjetju in izdaji vrednostnih papirjev. Prospekt omogoča investitorju vpogled v pravni in finančni položaj podjetja ter pravice, ki izhajajo iz vrednostnega papirja.

- Določitev vpisne cene delnic

Poleg nominalne vrednosti izdanih delnic mora izdajatelj ali prevzemnik določiti tudi ceno, po kateri se bodo delnice prodale na primarnem trgu. Ta cena ne sme biti nižja od nominalne. Če na trgu že obstajajo delnice izdajatelja, pomeni, da gre za dodatno izdajo, vpisna cena pa mora biti blizu ceni na trgu.

- Vpisovanje in vplačevanje primarne izdaje

Vpisovanje javno ponujenih delnic poteka pri borzno posredniških družbah ali bankah, vplačevanje pa poteka le pri bankah.

- Publiciteta in oglaševanje

Podjetje bi moralo pripraviti tudi predstavite za potencialne investitorje, investicijske svetovalce in analitike. S poznavanjem podjetja v javnosti se poveča tudi verjetnost uspešnosti javne prodaje.

2.2 PREDNOSTI IN SLABOSTI PRVE JAVNE PONUDBE

Prva javna ponudba pomeni prodajo delnic podjetja zunanjim investitorjem, kar omogoča tudi trgovanje z delnicami. Večina delnic podjetij je v lasti ključnih vodilnih ljudi in zaposlenih, manjši delež pa predstavljajo investitorji, ki niso aktivno vključeni v vodenje podjetja. Ponavadi se podjetja, ki imajo trend rasti, odločijo za javno ponudbo. Pri tem mora vsako podjetje pretehtati prednosti in slabosti, ki jih prinaša javna ponudba. V nadaljevanju navajam ključne prednosti in slabosti prve javne ponudbe.

Prednosti so (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 489):

- Obstoječim lastnikom omogoča razpršitev premoženja

Obstoječi lastniki s prodajo delnic lahko razpršijo svoje premoženje, pri tem pa se zmanjša tveganje njihovih portfeljev.

- Povečanje likvidnosti delnic

Delničarji javnega podjetja lahko kupijo in prodajo delnice na sekundarnem trgu, saj pravo trgovanje z delnicami omogočajo delnice, ki so bile izdane na podlagi javne ponudbe.

- Pridobitev dodatnega kapitala

Podjetje, ki izvede javno ponudbo, lažje pride do potrebnega dodatnega kapitala, ker so zunanji investitorji bolj pripravljeni investirati v podjetje, ki mora pri javni ponudbi javno razkriti vse potrebne informacije, ki jih investitorji potrebujejo za svojo odločitev. Hkrati mora podjetje upoštevati vso regulativo, ki jo predpisuje nadzorni organ za izdajo vrednostnih papirjev. V primeru »zaprtih« podjetij namreč (lahko) pride do neenakega razpolaganja z informacijami t.i. »insiderjev« in zunanjih investitorjev. Javna ponudba olajša tudi pridobivanje novih sredstev v prihodnosti s pomočjo nadaljnjih javnih ponudb.

- Ustvarja vrednost podjetju

Poznavanje podjetja v javnosti, javno trgovanje in likvidne delnice vodijo do tega, da se odjemalci, dobavitelji, investitorji in ostali lažje odločijo za sodelovanje s podjetjem.

Slabosti prve javne ponudbe so (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 490):

- Stroški poročanja

Ko podjetje izvede prvo javno ponudbo, je obvezano kasneje periodično poročati pristojnim nadzornim organom, kar za majhna podjetja lahko pomeni velik strošek.

- Razkrivanje informacij

Uprava podjetja ni navdušena nad razkrivanjem operativnih podatkov, ki so na ta način dostopni konkurentom.

- Neaktivni trg / nizka cena

Če je podjetje majhno in se z njegovimi delnicami ne trguje redno, pomeni to manjšo likvidnost delnic, kar vpliva na to, da tržna cena ne predstavlja nujno pravo vrednost delnice.

- Zmanjšanje kontrole

Javno podjetje je občutljivo za sovražne prevzeme, ker se njihove delnice lahko kupijo na sekundarnem trgu.

2.3 METODE IZDAJANJA VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Podjetje, ki izdaja vrednostne papirje, ima na razpolago različne načine izdaje. Pri tem se najprej odloči za postopek zaprte (nejavne) ponudbe ali pa za javno ponudbo. V postopku javne ponudbe izdajatelj lahko sodeluje z investicijskim bankirjem, ali pa tudi ne, kar pomeni, da gre za neposredno javno ponudbo. Pri sodelovanju z investicijskim bankirjem lahko izbira med komisijsko prodajo ali prevzemom javne ponudbe. Slednja mu omogoča, da na podlagi pogajanj ali natečaja izbere finančno institucijo, ki prevzame javno ponudbo (Bajraktarević, 2001, str. 5).

Neposredna javna ponudba pomeni, da podjetje samo oceni vrednost izdanih vrednostnih papirjev in izvede promocijo ter distribucijo vrednostnih papirjev.

V razvitih tržnih gospodarstvih prevladujeta prevzem javne ponudbe s trdno zavezo (»firm commitment«) in komisijska prodaja (»best efforts«). Pri trdni zavezi investicijski bankir odkupi celotno ponudbo vrednostnih papirjev in jih nato proda naprej zainteresiranim investitorjem. Tako investicijski bankir prevzame tveganje, da celotne izdaje ne bo mogel prodati. Kljub temu izdajatelj ob izdaji prejme celotno kupnino, saj potencialna izguba v primeru neprodane celotne izdaje bremeni prevzemnika.

Da bi investicijska banka zmanjšala tveganje, oblikuje skupino prevzemnikov (»underwriting group«), katerih primarna naloga je prodati izdajo klientom, s tem pa prevzamejo tudi del tveganja. Vodilni manager v tej skupini je odgovoren za vse vidike izdaje. Če prevzemnik ne more prodati vse izdaje po vnaprej določeni ponudbeni ceni, je potrebno znižati ceno neprodanim delnicam. Ta vrsta tveganja je ponavadi zelo majhna, saj investicijski bankir, preden se določi ponudbena cena, razišče, kako je trg »sprejemljiv« za nove delnice.

V primeru komisijske prodaje je investicijski bankir po zakonu odgovoren, da po svojih najboljših močeh in znanju poskuša prodati vrednostne papirje investitorjem. Investicijski bankir deluje kot agent, ki prejme provizijo za prodane vrednostne papirje. Če ne more prodati izdaje po ponudbeni ceni oziroma vnaprej dogovorjene minimalne količine vrednostnih papirjev pomeni, da se javna ponudba umakne. Investicijski bankir v tem primeru odpokliče že prodane vrednostne papirje in investitorjem vrne vplačana sredstva.

Podjetju je pri odločitvi o metodi izdaje delnic lahko v pomoč tudi spodnja tabela, ki prikazuje razlike v lastnostih med javno ponudbo s trdno zavezo na eni strani in s komisijsko prodajo na drugi strani.

Tabela 1: Razlike v lastnostih javne ponudbe s trdno zavezo in komisijsko prodajo

Lastnosti	Trdna zaveza	Komisijska prodaja
Velikost izdajatelja	Večji	Manjši
Velikost izdaje	Večji	Manjši
Zagotovljena ponudbena cena	Da	Da
Določeno minimalno število delnic	Da	Da
Izdaja se umakne, če ni prodano minimalno število delnic.	Ne	Da
Prevzemniki	Večji	Ponavadi ne
Kupci	Predvsem institucionalni investitorji	Predvsem individualni investitorji
Začetna vrednost izdaje	Bolj gotov	Manj gotova
Nestanovitnost (»volatility«)	Manjša	Večja

Vir: Weston, Copeland, 1992, str. 903.

3 PRIMARNA IZDAJA LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV V SLOVENIJI

3.1 PRAVNI OKVIRI

Pravno ureditev primarnega trga kapitala v Sloveniji določa Zakon o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ZTVP) iz leta 1999. Omenjeni zakon določa vrednostne papirje in postopke njihovih izdaj. Za nadzor nad izvajanjem javne ponudbe vrednostnih papirjev na primarnem trgu skrbi Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju Agencija), ki ima nalogo zagotoviti spoštovanje vseh predpisov in postopkov, ki so predpisani za izvedbo javne ponudbe. Za resničnost navedenih podatkov v procesu izdaje je odgovoren izdajatelj sam.

3.2 POSTOPEK JAVNE IZDAJE DELNIC

ZTVP določa, da je javna ponudba vrednostnih papirjev na nedoločen krog oseb naslovljeno javno objavljeno vabilo k vpisu vrednostnih papirjev ob prvi prodaji oziroma k nakupu vrednostnih papirjev ob naslednji prodaji. Postopek in pogoji za izvedbo javne ponudbe vrednostnih papirjev pa so tudi določeni v tem zakonu. Pogoje za javno ponudbo lahko razvrstimo na naslednje točke:²

- pridobitev dovoljenja Agencije za javno ponudbo,
- prospekt za javno ponudbo,
- postopek vpisovanja in vplačevanja vrednostnih papirjev,
- javna objava poziva za vpisovanje in vplačevanje vrednostnih papirjev,
- objava podatkov o vpisanih in vplačanih vrednostnih papirjih,
- uspešnost javne ponudbe,
- nadzor nad izvajanjem javne ponudbe opravlja Agencija.

Po odločitvi podjetja za prvo javno ponudbo vrednostnih papirjev, mora nadzorni svet ali uprava podjetja sprejeti ustrezne sklepe. Sledi zbiranje ustreznih dokumentov in priprava prospekta. Ta faza običajno traja en mesec.

Po ZTVP mora izdajatelj pred objavo javne ponudbe pridobiti dovoljenje za prvo javno ponudbo Agencije. Podlaga za pridobitev tega dovoljenja je pisna zahteva, ki jo predloži Agenciji. V zahtevi mora izdajatelj navesti naslednje podatke (ZTVP, 1999):

- firmo, sedež in matično številko izdajatelja; razen v primeru ustanovitve delniške družbe.
- vrednost celotne izdaje,
- zneske, na katere se glasijo vrednostni papirji, in pravice, ki iz vrednostnih papirjev izvirajo.

Poleg pisne zahteve mora izdajatelj predložiti tudi naslednje dokumente:

- dva izvoda osnutka prospekta za javno ponudbo z vsebino,
- poročilo o revidiranih letnih računovodskih izkazih izdajatelja za zadnja tri leta poslovanja,
- poročilo o revidiranih konsolidiranih letnih računovodskih izkazih izdajatelja za zadnja tri leta poslovanja, če je izdajatelj k temu obvezan po Zakonu o gospodarskih družbah ali na podlagi računovodskih standardov,
- veljaven sklep o izdaji vrednostnih papirjev,
- statut v obliki notarsko overjenega prepisa, če je izdajatelj delniška družba,

² Podrobnejši opis naštetih pogojev sledi v nadaljevanju poglavja.

- izpisek iz sodnega registra; razen če gre za izdajo delnic zaradi sukcesivne ustanovitve delniške družbe,
- osnutek izvlečka prospekta z vsebino,
- osnutek javnega poziva za vpisovanje in vplačevanje,
- drugo dokumentacijo, iz katere izhaja, da je zahtevek za izdajo dovoljenja utemeljen.

Agencija pregleda zahtevo in izda mnenje v enem mesecu. Izdajatelj mora najkasneje sedem dni pred pričetkom javne ponudbe predložiti Agenciji dokončno oblikovan prospekt. Le - ta se razen v možnih izjemah ne sme razlikovati od že odobrenega prospekta ob izdaji dovoljenja Agencije.³ Če pride do sprememb, mora izdajatelj pred uveljavljanjem teh sprememb in pred začetkom javne ponudbe, obvestiti Agencijo.

Vpisovanje javno ponujenih vrednostnih papirjev mora potekati v bankah oziroma borzno posredniških družbah, ki so pooblašene s strani izdajatelja, in sicer na vpisnih mestih, ki so določena v prospektu. Vplačevanje vrednostnih papirjev pa poteka pri bankah.

Pred samim začetkom postopka za vpisovanje in vplačevanje vrednostnih papirjev na podlagi javne ponudbe mora izdajatelj objaviti javni poziv za vpisovanje in vplačevanje vrednostnih papirjev. Poziv mora biti objavljen v dnevnem časopisu, ki izhaja na območju celotne Slovenije, in mora vsebovati pomembnejše podatke o izdajatelju, značilnosti izdaje ter mesta, kjer je na razpolago prospekt in možen vpogled v ostalo dokumentacijo.

Na podlagi omenjenega predhodnega poziva je izdajatelj dolžan pričeti s postopkom vpisovanja in vplačevanja vrednostnih papirjev na podlagi javne ponudbe v tridesetih dneh po pridobitvi dovoljenja za javno ponudbo. Če celotne obveznosti izdajatelja zapadejo v roku, ki je krajši od 12 mesecev, lahko prične s postopkom vpisovanja in vplačevanja v roku daljšem od 30 dni, vendar krajšem od 9 mesecev od pridobitve dovoljenja za javno ponudbo. Vpisovanje javno ponujenih vrednostnih papirjev lahko traja največ tri mesece od dne določenega za začetek vpisovanja in vplačevanja. Če je bilo v tem roku vpisanih vsaj 80 % in vplačanih vsaj 50 % vseh s prospektom ponujenih vrednostnih papirjev, lahko Agencija na zahtevo izdajatelja podaljša rok za vpisovanje in vplačevanje največ za dva meseca (ZTVP, 1999).

Izdajatelj mora na vseh mestih za vpisovanje in vplačevanje zagotoviti dostop do prospekta in izvlečka prospekta v obliki brošure. Vsakemu vpisniku vrednostnega papirja pripada brezplačen izvleček prospekta in prospekt. Na vseh vpisnih mestih mora izdajatelj omogočiti tudi vpogled v statut oziroma ustanovitveni akt in v računovodske izkaze, v primeru, da so bili izdelani po pripravi prospekta.

³ Te izjeme so: cena vrednostnega papirja, rok začetka in konca vpisovanja, dodatna mesta za vpisovanje in vplačevanje.

Javna ponudba je uspešna, če je v predpisanem roku vpisanih in vplačanih najmanj 80 % vseh s prospektom ponujenih vrednostnih papirjev. Izdajatelj lahko v prospektu določi tudi višji prag uspešnosti, kar postane v tem primeru merilo uspešnosti prodaje. Izdajatelj mora najkasneje v sedmih dneh po izteku roka za vpis in vplačilo vrednostnih papirjev obvestiti Agencijo o številu vpisanih in vplačanih vrednostnih papirjev ter priložiti poročilo pravnih oseb, pri katerih je potekal vpis in vplačilo vrednostnih papirjev. Na podlagi obvestila izda Agencija sklep o uspešnosti oziroma neuspešnosti javne ponudbe. Če javna ponudba ni uspešna, pomeni, da vrednostni papirji niso vpisani, izdajatelj pa mora vrniti vplačane zneske.

Izdajatelj mora najkasneje v treh dneh po prejemu odločbe o uspešnosti javne ponudbe v dnevniku, ki izhaja na celotnem območju Slovenije, objaviti podatke o uspešnosti javne ponudbe in vpisanih ter vplačanih vrednostnih papirjev.

3.2.1 Prospekt

Prospekt je pomemben dokument in eden izmed pogojev za izpeljavo javne ponudbe. Po ZTVP (22. člen) je prospekt za javno ponudbo pisni dokument, ki vsebuje podatke, ki omogočajo kupcu vrednostnih papirjev vpogled v pravni položaj izdajatelja, njegov finančni položaj, poslovne možnosti in pravice, ki izhajajo iz vrednostnega papirja. Izvleček prospekta je pisni dokument, ki vsebuje povzetek pomembnejših podatkov iz prospekta (ZTVP, 1999). Podrobnejša vsebina prospekta in izvlečka prospekta, glede na vrsto vrednostnega papirja in glede na izdajatelja, je določena v podzakonskem aktu Zakona o trgu vrednostnih papirjev, in sicer v Sklepu o podrobnejši vsebini prospekta, izvlečka prospekta in javnega poziva za vpis in vplačilo vrednostnih papirjev iz leta 2000.

Kljub temu da zgoraj omenjeni sklep zahteva natančno izpolnitev točk v prilogah s strani izdajatelja, dopušča, da se posamezne točke z navedbo razlogov lahko izpustijo, če bi bilo razkritje teh informacij v nasprotju z javnim interesom ali če bi razkritje informacij resno ogrozilo upravičene poslovne interese izdajatelja, vendar pa opustitev razkritja informacij ne sme biti zavajajoča za vlagatelje.

Prospekt je sestavljen iz prve strani, na katerem so navedeni osnovni podatki o vrednostnem papirju, in osnovnega prospekta, ki vsebuje podatke o vrednostnem papirju in izdajatelju. Prva stran prospekta za delnice je določena v Prilogi 1, vsebina osnovnega prospekta pa v Prilogi 5. Za potrdila o lastništvu delnic velja Priloga 4 za prvo stran prospekta, Priloga 8 ter Priloga 5 za delnice, na katere se nanašajo potrdila o lastništvu, pa predstavljata vsebino osnovnega prospekta.⁴ Poleg omenjenih prilog podjetje, ki izdaja vrednostne papirje, izbere še ustrezno prilogo glede na dejavnost, ki jo opravlja. V našem primeru podjetje kot nefinančna organizacija izbere Prilogo 10. Če se prospekt nanaša na

⁴ Potrdila o lastništvu delnic podrobneje obravnavam v sedmem poglavju.

potrdila o lastništvu delnic, se v Prilogi 10 namesto podatkov o izdajatelju potrdil o lastništvu delnic navedejo podatki o izdajatelju delnic.

Priloga 1 kot predpisana prva stran prospekta za izdajo delnic mora vsebovati naslednje podatke: firmo, sedež in naslov izdajatelja, v sodni register vpisani kapital, vrsto delnic, skupno nominalno vrednost celotne izdaje, število delnic in nominalno vrednost posamezne delnice, prodajno ceno delnice, pravice iz delnic, datum začetka in konca veljavnosti javne ponudbe delnic, vpisna mesta, navedbo borzno posredniških družb, ki sodelujejo pri izvedbi javne ponudbe delnic ter opozorilo, da so prospekti s podrobnejšo vsebino zainteresiranim na voljo na vpisnih mestih. Priloga 1 predstavlja tudi javni poziv za vpis in vplačilo novo izdanih delnic na podlagi dovoljenja Agencije.

Drugi del, Priloga 5 in Priloga 10, predstavlja osnovno vsebino prospekta za izdajo delnic. Prilogi sta razdeljeni na šest poglavij, v katera izdajatelj po rubrikah vnese zahtevane podatke (Sklep o podrobnejši vsebini prospekta, izvlečka prospekta in javnega poziva za vpis in vplačilo vrednostnih papirjev, 2000):⁵

- Podatki o delnicah

(podatki o delnicah – velikost izdaje delnic, izdaja delnic, pravice iz delnic, prenos delnic, izplačevanje dividend, trgovanje z delnicami, obdavčitev; vpis in vplačilo delnic – cena delnic, način plačila, vpisovanje delnic, prednostna pravica, omejitve pri vpisu delnic, vplačilo delnic, prag uspešnosti).

- Splošne informacije o izdajatelju

(osnovne informacije – firma, sedež in naslov, vpis v sodni register, položaj izdajatelja v skupini podjetij, vpogled v splošne akte podjetja; kapital izdajatelja – knjigovodska vrednost in trgovanje z vrednostnimi papirji izdajatelja, imetniki delnic).

- Izdajateljevo poslovanje in premoženje

(izdajateljeva dejavnost – pomembnejše dejavnosti, razčlenitev prihodkov, konkurenca in tržni deleži, poslovanje zunaj sedeža izdajatelja, posebni dejavniki, prekinitev poslovanja; premoženje izdajatelja – realno premoženje, kapitalske naložbe, glavne naložbe in dezinvesticije izdajatelja, koncesije, patenti, licence in podobno, zastavljeno premoženje, pomembnejši spori in upravni postopki, zapadle in neporavnane obveznosti, zaposleni; finančni in računovodski podatki – revidirani nekonsolidirani računovodski izkazi izdajatelja, revidirani konsolidirani računovodski izkazi izdajatelja, dostopnost zadnjega letnega poročila, zadnji računovodski izkazi, znesek bruto stroškov dela za zadnje tri

⁵ V oklepaju so navedene rubrike oziroma podnaslovi poglavij. Za natančno zahtevane podatke, ki jih mora izdajatelj v vsebini prospekta navesti glej Uradni list RS, št. 6-292/2000, Priloga 5 in Priloga 10.

mesece, čisti dobiček/izguba na delnico, izplačane dividende, izven bilančne postavke; druga pomembna dejstva).

- Razvojna politika izdajatelja

(načrt razvoja izdajatelja – predvidena povečanja kapitala, predvideni obseg dejavnosti, načrtovane naložbe, raziskovalna in razvojna politika; razvoj dejavnosti – trendi pri poslovanju, predvideni položaj izdajatelja, osebe, ki so pripravile podatke o razvojni politiki).

- Podatki o organih upravljanja

(uprava in nadzorni svet; ustanovitelji; plačila in druge ugodnosti – izplačila članom uprave in članom nadzornega sveta v zadnjem poslovnem letu, posebne pravice in ugodnosti, ki pripadajo članom uprave in nadzornega sveta, poslovanje izdajatelja s člani uprave in nadzornega sveta; lastniški deleži zaposlenih).

- Odgovorne osebe

(osebe, ki so odgovorne za vsebino prospekta podpišejo naslednjo izjavo: »Izjavljamo, da prospekt vsebuje resnične, točne, popolne in vse bistvene podatke o izdajatelju in vrednostnem papirju, ki so pomembni za odločanje vlagateljev.«).

Poglavja v prospektu in njihova podrobna razčlenitev kažejo na to, da delniška družba pri izdelavi prospekta potrebuje tudi zunanje strokovnjake za to področje. Za podatke v prospektu so osebe, ki so sodelovale pri izdaji prospekta, solidarno odgovorne. V postopku izdelave prospekta lahko osebe, ki sestavljajo prospekt, sodelujejo z Agencijo, saj si s tem lahko zmanjšajo stroške morebitnih popravkov prospekta.

3.3 NEJAVNA PONUDBA VREDNOSTNIH PAPIRJEV

ZTVP (18. člen) navaja primere, v katerih javna ponudba ob prvi prodaji vrednostnih papirjev ni potrebna. Javna ponudba delnic ni potrebna v naslednjih primerih (ZTVP, 1999):

- simultana ustanovitev delniške družbe,
- ponudba delnic, ki je namenjena največ petdesetim vnaprej znanim osebam, ki se zavežejo, da bodo odkupile celotno izdajo,
- kadar se posamezni ponujeni vrednostni papirji glasijo na nominalni znesek najmanj 5.000.000 tolarjev,
- pri izdaji delnic zaradi povečanja kapitala z novimi vložki delniške družbe, ki ni javna družba, če vse delnice prevzamejo obstoječi delničarji,
- pri izdaji delnic zaradi povečanja kapitala z novimi vložki, kadar se celotna izdaja delnic vplača s stvarnimi vložki,

- če izdajatelj dokaže, da je izdaja namenjena vnaprej znanim in dobro poučenim investitorjem, na podlagi česar pridobi soglasje Agencije, da se prva prodaja opravi brez javne ponudbe.

Za nejavno ponudbo vrednostnih papirjev ni potrebno pridobiti dovoljenja Agencije, vendar pa mora izdajatelj Agenciji kljub temu predhodno predložiti sklep o izdaji vrednostnih papirjev. Omejitev, ki velja za vrednostne papirje izdane na podlagi nejavne ponudbe, je ta, da se s temi papirji ne sme trgovati na organiziranem trgu oziroma javno ponujati brez dovoljenja Agencije.

ZTVP v poglavju z naslovom Nejavna ponudba in omejitve trgovanja z vrednostnimi papirji natančneje navaja, v katerih primerih izdajatelj lahko prosi Agencijo za dovoljenje za organizirano trgovanje predhodno nejavno izdanih vrednostnih papirjev. Izdajatelj mora pri tem predložiti enake dokumente kot pri prvi javni ponudbi, potrdilo KDD, da so vrednostni papirji izdani v nematerializirani obliki in navesti osebe, ki so vsaj 10 % lastniki vrednostnih papirjev.⁶

Izdajatelju pri zaprti prodaji ni potrebno izdelati prospekta, saj naj bi krog investitorjev, kateremu je prodaja delnic namenjena, razpolagal z vsemi potrebnimi informacijami o položaju podjetja. Kljub temu se v večini primerov izdela ponudbeni memorandum (podoben prospektu za javno ponudbo), ki je podlaga pri razgovorih s potencialnimi investitorji. S tega vidika pomeni nejavna izdaja vrednostnih papirjev za izdajatelja bistveno nižje stroške izdaje.

Ostale prednosti izdaje vrednostnih papirjev z zaprto ponudbo in poznejše pridobitve dovoljenja za organizirano trgovanje so v tem, da se izdajatelj izogne zapletenemu postopku, ki je predpisan za javno ponudbo že pred izdajo vrednostnih papirjev, hkrati pa se izdajatelj o pogojih vpisa lahko pogaja z vsakim vlagateljem posebej, saj niso določeni v prospektu (Sluga, 2001, str. 14).

3.4 ANALIZA PRIMARNEGA TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV

3.4.1 Javni primarni trg vrednostnih papirjev

Podlago za kratko analizo javnega primarnega trga vrednostnih papirjev v Sloveniji predstavljata spodnji dve tabeli, v katerih so s podatki o številu in vrednosti izdaj predstavljene javne primarne izdaje in nadaljnje javne prodaje dolgoročnih vrednostnih papirjev.

⁶ Prospekt je podoben prospektu za javno ponudbo. Razlika je v tem, da ne vsebuje opisa postopka vpisa in vplačila. Kot ponudbeni memorandum izdajateljem koristi kar osnutek prospekta, ki ga kasneje potrebujejo v postopku pri ATVP (Sluga, 2001, str. 14).

Tabela 2: Javni primarni trg vrednostnih papirjev v Sloveniji od leta 1994 do leta 2000, nominalne vrednosti so v milijonih SIT

Leto	Bančni VP				VP ostalih izdajateljev				Skupaj
	Izdaja delnic		Izdaje dolžn. VP		Izdaja delnic		Izdaje dolžn. VP		
	Št.	Nom.vred.	Št.	Nom.vred.	Št.	Nom.vred.	Št.	Nom.vred.	
1994	6	5.600	5	3.480	0	0	1	4.000	13.080
1995	5	632	7	4.509	3	373	2	703	6.217
1996	2	865	7	7.809	1	314	1	724	9.712
1997	0	0	5	8.163	2	324	1	1.000	9.487
1998	0	0	3	3.080	1	66	1	2.000	5.146
1999	0	0	3	3.317	1	739	3	2.706	6.762
2000	0	0	4	9.313	1	450	1	2.000	11.763
Skupaj	13	7.097	34	39.671	9	2.266	10	13.133	62.167

Opomba: Vrednostni papirji, nominirani v tuji valuti, so preračunani v SIT po srednjem tečaju Banke Slovenije na dan izdaje dovoljenja za javno ponudbo.

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2000, 2001, str. 7.

Tabela 3: Nadaljnje javne prodaje vrednostnih papirjev od leta 1994 do leta 2000, nominalne vrednosti so v milijonih SIT

Leto	Bančni VP				VP ostalih izdajateljev				Skupaj
	Izdaja delnic		Izdaje dolžn. VP		Izdaja delnic		Izdaje dolžn. VP		
	Št.	Nom.vred.	Št.	Nom.vred.	Št.	Nom.vred.	Št.	Nom.vred.	
1994	0	0	0	0	2	4.591	0	0	4.591
1995	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1996	0	0	1	542	0	0	1	3.096	3.638
1997	0	0	2	1.828	4	7.655	1	2.079	11.562
1998	0	0	2	901	6	13.238	0	0	14.139
1999	0	0	2	5.643	5	5.696	1	2.172	13.511
2000	1	531	3	6.112	4	8.018	1	1.034	15.695
Skupaj	1	531	10	15.026	21	39.198	4	8.381	63.136

Opomba: Vrednostni papirji, nominirani v tuji valuti, so preračunani v SIT po srednjem tečaju Banke Slovenije na dan izdaje dovoljenja za organizirano trgovanje.

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2000, 2001, str. 9.

Iz podatkov o javno ponujenih vrednostnih papirjih v obeh tabelah razberemo, da so na primarnem trgu najbolj dejavne banke, ki izdajajo obveznice. V primeru, ko podjetja izdajajo nove delnice, gre praviloma za financiranje prevzemov z zamenjavo delnic. Pravih podjetniških izdaj vrednostnih papirjev, s katerimi bi podjetja pridobila dodatna sredstva za širitev obsega poslovanja, praktično ni.

Razloge za slabo razvit primarni trg kapitala lahko najdemo v tem, da večina delnic na organiziranem trgu izvira iz lastninskega preoblikovanja; sekundarni trg je le medij za konsolidacijo lastništva (Sluga, 2001, str. 4). Razdelitvena privatizacija je namreč ustvarila veliko število delniških družb in delničarjev, ki želijo svoje delnice prodati. To ima posledice za primarni trg, ki je slabo razvit. Zaradi presežne ponudbe delnic na sekundarnem trgu in nizkih cen teh delnic, se namreč podjetja ne financirajo z izdajami novih delnic. Po drugi strani tudi povpraševanje ne sledi ponudbi, saj je domače varčevanje izrazito kratkoročno, institucionalni investitorji pa tudi še ne ustvarjajo stabilnega dolgoročnega povpraševanja. Poleg tega je slovenski finančni sektor tradicionalno bančni. Sektorji investicijskega bančništva se sicer pojavljajo v posameznih bankah in borzno posredniških hišah, vendar niso tako razviti kot v tujini.

Po uvedbi evra lahko glede na trend v Evropi tudi v Sloveniji pričakujemo, da bo trg vrednostnih papirjev postal pomembnejši vir financiranja podjetij. Po vključitvi v Evropsko monetarno unijo, ko bo evro postal domača valuta, bo pri izdaji obveznic odpadel problem likvidnosti. Pri lastniških vrednostnih papirjih pa lahko pričakujemo segmentacijo. Najkvalitetnejša podjetja bodo svoje delnice uvrščala na borze v Evropi, kot sta Frankfurt in London.

3.4.2 Nejavni primarni trg vrednostnih papirjev

V letu 2000 je Agencija prejela obvestilo o 39 nejavnih ponudbah vrednostnih papirjev. Skupna nominalna vrednost 24 nejavnih izdaj delnic je znašala 29.590 milijonov SIT. Razlogi za izdajo delnic pa so bili naslednji: povečanje osnovnega kapitala s stvarnim vložkom, povečanje osnovnega kapitala iz sredstev družbe, konverzije terjatev v delnice in izdaje delnic zaradi pripojitve. Ostale nejavne izdaje je predstavljalo 15 nejavnih ponudb obveznic. Od tega je bilo 7 bančnih izdaj in 8 izdaj podjetniškega sektorja. Skupna nominalna vrednost izdaj bančnih obveznic je znašala 11.181 milijonov SIT, sedmih nejavnih izdaj obveznic podjetij pa je znašala 5.819 milijonov evrov. Zagotovitev virov sredstev pa je bil najpogostejši navajan vzrok izdaje obveznic (Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2000, 2001, str. 11).

4 PRIMARNA IZDAJA LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV NAŠIH PODJETIJ V TUJINI

4.1 PRAVNI OKVIRI V SLOVENIJI

Pravno podlago v Sloveniji za vpeljevanje lastniških vrednostnih papirjev v tujini predstavlja 26. člen Zakona o deviznem poslovanju (Uradni list RS, št. 23/99) in Pravilnik o pridobitvi predhodnega soglasja in dovoljenja za vpeljevanje lastniških vrednostnih papirjev v tujini (v nadaljevanju Pravilnik; Uradni list RS, št. 54/99). 26. člen Zakona o

deviznem poslovanju določa, da rezidenti, ki niso banke ali hranilnice, vpeljujejo lastniške vrednostne papirje v tujino samo z dovoljenjem Agencije, ki ga le-ta izda na podlagi predhodnega soglasja ministra za finance. To pomeni, da je za pravo kotacijo domačih lastniških vrednostnih papirjev (delnic) na tujih borzah in/ali za vzporedno trgovanje na tujih (na podlagi potrdil o lastništvu) in domači borzi potrebno dovoljenje Agencije po predhodnem soglasju ministra za finance (Veselinovič, 1999, str. 85).

Pravilnik določa pogoje in način, pod katerimi je možno pridobiti dovoljenje za vpeljevanje lastniških vrednostnih papirjev v tujino. Vpeljava lastniških vrednostnih papirjev v tujino pomeni začetek trgovanja teh papirjev v tujini, hkrati pa pojem vpeljave vključuje tudi prvo prodajo lastniških vrednostnih papirjev v tujini .

Vlogo za pridobitev soglasja vloži izdajatelj pri ministru za finance in mora vključevati naslednje podatke (Pravilnik, 1999):

- firma, sedež in matična številka izdajatelja,
- vrednost celotne izdaje vrednostnih papirjev in vrednost dela izdaje, za katerega se zahteva pridobitev soglasja,
- zneske, na katere se glasijo vrednostni papirji, in pravice, ki iz vrednostnih papirjev izhajajo,
- podatke o dosedanjem načinu trgovanja z vrednostnimi papirji izdajatelja.

4. člen Pravilnika določa tudi, da minister za finance ne odloči o izdaji v primeru, če bi bila zaradi večjega obsega vpeljevanja lastniških vrednostnih papirjev v tujino lahko ogrožena stabilnost slovenskega kapitalnega ali denarnega trga ali če bi izdajatelj nameraval vpeljati tiste lastniške vrednostne papirje v tujino, ki so izdani v dejavnostih, za katere veljajo omejitve določene v Zakonu o deviznem poslovanju ali v drugih zakonih.

V naslednji fazi je potrebno pridobiti dovoljenje Agencije. Le-ta ga izda na podlagi predhodno pridobljenega soglasja ministra za finance, če ugotovi, da zahteva poleg prej naštetih podatkov, vsebuje tudi naslednje podatke (Pravilnik, 1999):

- podatki o tujem organiziranem trgu, na katerega se nameravajo vpeljati vrednostni papirji,
- podatki o osebah, ki za račun izdajatelja opravljajo posle, ki so potrebni za vpeljavo vrednostnih papirjev,
- opis postopka vpeljave vrednostnih papirjev,
- opis načina poslovanja z vrednostnimi papirji izdajatelja na tujem trgu,
- opis načina obveščanja vlagateljev v Sloveniji o poslovanju z vrednostnimi papirji na tujem trgu,
- drugi podatki v zvezi z vpeljavo vrednostnih papirjev v tujino, ki so pomembni za vlagatelje na območju Republike Slovenije.

Priložene pa morajo biti tudi naslednje listine:

- soglasje ministra za finance,
- izpisek iz sodnega registra,
- overjen prevod osnutka ponudbenega dokumenta za vpeljavo vrednostnih papirjev na tuj organiziran trg,
- osnutek javne objave, namenjene obvestilu vlagateljem na območju Slovenije o nameravani vpeljavi vrednostnih papirjev v tujino, načinu poslovanja z vrednostnimi papirji izdajatelja na tujem trgu in drugimi podatki v zvezi z vpeljavo vrednostnih papirjev v tujino, ki so pomembni za vlagatelja na območju Slovenije. Osnutek javne objave mora vsebovati navedbo, da bo prevod ponudbenega dokumenta na voljo na sedežu izdajatelja.

Pravilnik v nadaljevanju 5. člena izpostavlja predvsem zahtevo po javnem obveščanju vlagateljev na območju Republike Slovenije (Veselinovič, 1999, str. 193-194). Do sedaj še nobeno slovensko podjetje ni izdajalo delnice v tujini.

4.2 RAZLIKA MED JAVNO PONUDBO PRI NAS IN V TUJINI

Sluga (2001, str. 14) navaja, da je bistvena razlika med javno ponudbo vrednostnih papirjev na razvitih trgih in v Sloveniji ta, da pri nas izdajatelji redko najamejo svetovalca pri izdaji, in tudi celotne izdaje za nadaljnjo prodajo se redko odkupijo. Investicijske banke v tujini svetujejo pri izvedbi javne ponudbe, odkupujejo izdaje in prevzamejo odgovornost za pravilnost in poštenost podatkov v prospektu. Slednja funkcija investicijske banke je bistvenega pomena za vlagatelje in tudi zaradi tega ni mogoče izpeljati javne ponudbe brez sodelovanja investicijske banke. Slovensko podjetje bo tako pri izdaji vrednostnih papirjev v tujini moralo izbrati in sodelovati z investicijsko banko. Po ZTVP so pri nas za navedene podatke v prospektu odgovorne vse osebe, ki so sodelovale pri nastajanju prospekta, običajno pa ga podpiše le izdajatelj vrednostnih papirjev.

Pri nas torej izdajatelji javno ponudbo vrednostnih papirjev običajno pripravljajo sami. Na začetku se pripravi dokumentacija, ki je potrebna za pridobitev dovoljenja Agencije, določijo se tudi podrobnosti glede lastnosti vrednostnih papirjev. Ta začetek je podoben kot v tujini. Razlika je predvsem v trženju javne ponudbe, ki je na razvitih trgih veliko bolj formalizirano, saj je potrebno predstaviti osnutek prospekta in upravo izdajatelja potencialnim vlagateljem (»roadshow«). Pri nas večina dejavnosti poteka šele po uradnem začetku javne ponudbe. V tujini na primer pa se po tem samo še zberejo naročila vlagateljev in se razdelijo kvote. Postopek izdaje vrednostnih papirjev je pri nas daljši, kar zaradi možnih tržnih sprememb za izdajatelja pomeni večje tveganje. Postopek priprave dokumentacije in pridobitve dovoljenja traja od enega do dveh mesecev, javna ponudba pa tri mesece (Sluga, 2001, str. 14).

5 PRIMARNI TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV V EVROPSKI UNIJI

– POGLED VNAPREJ

Za države članice Evropske unije (v nadaljevanju EU) je obvezno, da vsebine oziroma cilje direktiv (smernic) EU upoštevajo in jih vključijo v lastne nacionalne zakonodaje. Direktive EU so sredstvo, s katerimi države članice in pridružene članice, med slednje spada tudi Slovenija, dosegajo čim večje poenotenje nacionalnih zakonodaj.

Primarni trg vrednostnih papirjev v EU bom predstavila z vidika slovenskega podjetja, ki bi želelo vstopiti na trge vrednostnih papirjev v državah članicah. To bo postalo aktualno leta 2004, ko naj bi Slovenija postala polnopravna članica EU, kar bi za slovenska podjetja pomenilo odprtje širših možnosti financiranja. Pri tem se osredotočam na direktive, ki predstavljajo glavni pravni okvir in katerih poznavanje je potrebno za uspešen prihod na finančne trge EU.

Do sedaj sta (bili) ključnega pomena naslednji dve direktivi, ki sta določali primarni in sekundarni trg vrednostnih papirjev v EU:

- Direktiva Sveta z dne 17.4.1989 o usklajevanju zahtev za izdelavo, nadzor in distribucijo prospektov, ki jih je potrebno objaviti pri javni ponudbi vrednostnih papirjev (89/298/EEC),
- Direktiva Sveta z dne 17.3.1980 o usklajevanju zahtev za izdelavo, nadzor in distribucijo navedenih podrobnosti, ki morajo biti objavljene pri sprejetju vrednostnih papirjev v uradno borzno kotacijo (80/390/EEC).

Nadgradnjo teh dveh direktiv bo v bližnji prihodnosti predstavljala nova direktiva, za katero je trenutno izdelan osnutek. Evropska komisija je namreč predstavila načrt za *Direktivo za prospekt, ki ga je potrebno objaviti pri javni ponudbi vrednostnih papirjev ali pri sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje*, z namenom da se zagotovi enotno dovoljenje za izdajatelje (»single passport for issuers«). To pomeni, če je prospekt za javno ponudbo in/ali za sprejem v trgovanje odobren s strani nadzornega organa v (domači) državi izdajatelja, naj bi bil sprejet tudi na celotnem področju EU. Na podlagi pridobljenih dovoljenj v Sloveniji bodo slovenska podjetja lahko neposredno izdajala in vpeljevala vrednostne papirje na ostalih trgih EU, izdajatelji iz EU pa v Sloveniji. Omenjena direktiva naj bi omogočila lažje in cenejše povečevanje kapitala v EU, hkrati pa bi ustvarila tudi integriran trg finančnih storitev v EU. Sedanji sistem namreč ne spodbuja podjetij k povečevanju kapitala na velikem, likvidnem in enotnem evropskem finančnem trgu. Direktiva bo oziroma mora biti sprejeta najkasneje do 31.12.2003, kar pomeni, da se s tem trenutkom prekličeta direktivi 80/390/EEC in 89/298/EEC.

V nadaljevanju navajam, predvsem z vidika primarnega trga podjetniških vrednostnih papirjev, bistvene značilnosti predlagane direktive. Nova direktiva se nanaša na vrednostne

papirje, ki so ponujeni javnosti v eni ali več državah članicah in na vrednostne papirje, ki so sprejeti ali so predmet postopka za sprejem v trgovanje na organiziranem trgu znotraj držav članic. Za lažje razumevanje predlagane direktive in prihodnjega primarnega trga vrednostnih papirjev navajam naslednje, samo ključne definicije (Official Journal of the European Communities, 2001, str. 4):

- ponudba vrednostnih papirjev (delnic podjetja in drugih prenosljivih vrednostnih papirjev, ki so ekvivalentni delnicam podjetja) pomeni ponudbo, povabilo ali promocijsko sporočilo v katerikoli obliki, naslovljeno na javnost, in katere cilj je prodati vrednostne papirje,
- domača država članica (»home Member State«) izdajatelja je država članica, kjer ima izdajatelj registrirano dejavnost. V primeru, da je izdajatelj registriran v tretji državi, predstavlja domačo državo članico tista država članica, kjer so vrednostni papirji izdajatelja prvič sprejeti v trgovanje,
- država članica gostiteljica (»host Member State«) predstavlja državo članico, v kateri so vrednostni papirji javno ponujeni.

Nova smernica za javno ponudbo vrednostnih papirjev zahteva, da države članice zagotovijo, da je vsaka javna ponudba vrednostnih papirjev znotraj njihovega območja predmet objavljenega prospekta s strani izdajatelja. Ta pogoj ne velja, če so vrednostni papirji ponujeni kvalificiranim investitorjem za njihov lastni račun, če je ponudba naslovljena na omejen krog oseb, katerih je manj kot 150 na državo članico oziroma manj kot 1500, če gre za multinacionalno ponudbo ali če so ponujeni vrednostni papirji lahko pridobljeni za vsaj 150.000 evrov na investitorja.⁷ Obveznost izdaje prospekta ne velja tudi za delnice, ki so izdane za zamenjavo za delnice, s katerimi se že trguje na enakem reguliranem trgu, če izdaja teh novih delnic ne pomeni povečanja kapitala, in za vrednostne papirje, ki so ponujeni v zvezi s prevzemi in združevanju podjetij, če je na razpolago dokument, ki vsebuje informacije, potrjene s strani ustreznega nadzornega organa in so le-te enake informacijam, ki jih zahteva objava v prospektu, itd.⁸

Prospekt mora biti javno na razpolago in mora vsebovati vse informacije o izdajatelju in ponujenih vrednostnih papirjih, ki omogočajo investitorjem (objektivno) oceno finančnega položaja podjetja in pravic, ki izhajajo iz vrednostnih papirjev. Prospekt se sestavi v jeziku, ki je sprejet s strani pristojnega nadzornika v domači državi članici (pri nas Agencija).

Smernica posebej določa vsebino prospekta, ki je objavljen kot enojni (»single«) dokument, in prospekta, ki je sestavljen iz različnih dokumentov.⁹ Slednjega sestavljajo

⁷ Kvalificirani investitorji, določeni v novi smernici so: kreditne institucije, investicijska podjetja, zavarovalnice pokojninski skladi, nadzorovane finančne institucije, vlade.

⁸ Več o tem glej: Official Journal of the European Communities, C 240E/272, 28.8.2000, str. 5.

⁹ Natančnejša navodila, ki se nanašajo na informacije, ki morajo biti objavljene glede na različne vrste vrednostnih papirjev in izdajateljev, naj bi Komisija EU sprejela v 180 dneh po vstopu smernice v veljavo.

registracijski dokument, dokument o vrednostnem papirju in povzetek. Prospekt kot enojni dokument objavijo izdajatelji, katerih vrednostni papirji še niso sprejeti v trgovanje in niso predmet postopka za sprejem v trgovanje na reguliranem trgu. Iz treh delov pa mora biti prospekt sestavljen v primeru, da so vrednostni papirji sprejeti v trgovanje ali pa so predmet postopka za sprejem v trgovanje.

Nadzornik v domači državi članici mora obvestiti izdajatelja o odobritvi prospekta v 15 dneh po predložitvi osnutka prospekta. Ta čas se lahko zmanjša na 7 dni, če se odobritev zahteva samo za dokument o vrednostnem papirju in podaljša na 40 dni, če gre za javno ponudbo vrednostnih papirjev, s katerimi se še ne trguje. Če nadzornik ne sprejme odločitev v zgoraj navedenih predpisanih rokih, se to smatra kot zavrnitev, kar daje izdajatelju pravico pritožbe na sodišče.

Ko je prospekt odobren, mora biti na razpolago javnosti, in sicer se lahko prek oglasa v enem ali več časopisih, ki izhajajo na območju držav članic, objavi ponudba, ali je v obliki brošure brezplačno na razpolago v prostorih, kjer ima izdajatelj registrirano dejavnost in v prostorih finančnega posrednika, ki za izdajatelja opravlja prodajo vrednostnih papirjev, ali pa se prospekt objavi v elektronski obliki na internetni strani izdajatelja in njegovega finančnega posrednika.

Oglase glede javne ponudbe mora izdajatelj pred oglaševanjem posredovati v pregled nadzorni instituciji v domači državi članici. Oglasi naj bi potrjevali izdajo prospekta in potencialnim investitorjem sporočali, na katerih mestih bodo prospekti na razpolago.

Če podjetje želi izvesti javno ponudbo v eni ali več državah članicah in domača nadzorna institucija tri mesece pred tem odobri prospekt, potem ga mora priznati tudi pristojna nadzorna institucija države članice gostiteljice. V primeru, da od odobritve domačega nadzornika mine več kot tri mesece, lahko država članica gostiteljica zahteva objavo ažuriranih podatkov, kot so določeni s to smernico. O sprejemljivosti prospekta za javno ponudbo v skladu z zahtevami smernice pristojno nadzorno institucijo v državi članici gostiteljici obvesti domača nadzorna institucija.

Za javno ponudbo vrednostnih papirjev, ki se izvede v večjem številu državah članic, predlagana smernica predpostavlja, da mora biti prospekt na razpolago tudi v jeziku, ki je običajen za finančno področje in je splošno sprejemljiv za pristojno nadzorno institucijo v državi članici gostiteljici. V takem primeru se od izdajatelja lahko zahteva, da je samo povzetek preveden v domači jezik države članice gostiteljice.

6 STROŠKI IZDAJE DELNIC

V tem delu bom skušala oceniti stroške izdaje delnic slovenskega podjetja doma in v tujini. Slovenski primarni trg delnic je skoraj nerazvit, kar onemogoča razpolaganje s

konkretnjšimi podatki. Večina podatkov v literaturi je na razpolago za ameriški trg vrednostnih papirjev, kar mi predstavlja izhodišče v tem poglavju. Stroške izdaj vrednostnih papirjev v Sloveniji namreč lahko tako kot v ZDA v »grobem« razdelimo na neposredne in posredne. To so stroški, ki jih mora podjetje upoštevati pri izračunu stroškov financiranja.

6.1 OPREDELITEV STROŠKOV

Ross (1999, str. 506) navaja naslednjih šest kategorij stroškov, ki nastanejo pri izdaji delnic:

- Provizija prevzemnika

To je razlika med ceno, po kateri je izdaja ponujena javnosti (ponudbena cena) in neto izkupičkom, ki ga prejme izdajatelj.

- Ostali neposredni stroški

So stroški izdajatelja, ki niso del odškodnine/plaćila prevzemnikom. Ti stroški vsebujejo plačilo honorarjev pravnikom, stroške promocijskega materiala, stroške revizorja, takse in pristojbine za izdajo vrednostnih papirjev, in so vsi navedeni v prospektu.

- Posredni stroški

Ti niso navedeni v prospektu, vključujejo pa porabljeni čas in druge stroške managerjev in zaposlenih, ki so vključeni v pogajanja oziroma dogovarjanja z investicijsko banko, pravniki, računovodji v procesu priprave izdajanja vrednostnih papirjev. Tu so vključeni tudi stroški prekinitve in motenja delovnega procesa v podjetju. Dejanski posredni stroški so težko izmerljivi. Posredni strošek predstavlja tudi padec cen obstoječih delnic, če gre za nadaljnjo javno ponudbo delnic.

- Neobičajni donosi

Pri nadaljnjih izdajah delnic cena že obstoječih delnic po objavi nove izdaje pade za 1 do 2 odstotka. Padec cene delnic zaščiti nove delničarje, da jim podjetje ne prodaja precenjenih delnic podjetja.

- Podcenjenost

Za prvo javno ponudbo je značilno, da delnica doseže prvi dan na borzi ceno, ki je višja od cene ob izdaji, kar pomeni strošek za izdajatelja, saj bi ob enakem številu prodanih delnic izdajatelj prejel večji denarni znesek.

- »Green-Shoe« opcija

Daje prevzemniku izdaje možnost, da pridobi dodatne količine izdanih vrednostnih papirjev od izdajatelja po ponudbeni ceni. Investicijski bankir ima ponavadi na voljo 30 dni za izvršitev te opcije. Ta opcija, imenovana tudi opcija dodatne količine vrednostnih

papirjev, je v bistvu nakupna opcija, ki jo izda izdajatelj in jo prejmejo investicijski bankirji (Bajraktarević, 2001, str. 35). Podjetju to predstavlja strošek, ker bo prevzemnik kupil dodatne delnice samo v primeru, ko bo ponudbena cena nižja od cene na trgu.

Weston (1992, str. 899) poudarja, da je relativni delež stroškov izdaje v celotnem znesku javne ponudbe vrednostnih papirjev večji pri manjših ponudbah vrednostnih papirjev. Pri tem imajo veliko vlogo fiksni stroški, ki nastanejo pri izdaji. Razloga za variiranje stroškov glede na obseg izdaje sta dva. Najprej so to fiksni stroški, med katere uvršča prevzemništvo, raziskave, pripravo registracijske izjave, honorarje odvetnikov, itd. Drugi vzrok za večji delež stroškov izdaje pri manjših javnih ponudbah pa se nanaša na izdaje manj poznanih podjetij, ki so prisiljena v dražjo promocijo. Hkrati pa je tako podjetje tudi bolj tvegano zaradi možnega pomanjkanja pomembnih informacij, kar pomeni, da je provizija prevzemnika večja.

Študije Westona (1992, str. 899) so potrdile tudi, da so stroški izdaje navadnih delnic višji kot pri prednostnih delnicah, stroški izdaje obeh vrst delnic pa so višji od stroškov izdaje pri obveznicah. Razloge za to razmerje najdemo v obsegu tveganja in načinu distribucije vrednostnih papirjev. Obveznice namreč kupujejo v velikih paketih večji institucionalni investitorji, medtem ko delnice kupujejo tudi individualni investitorji. Delnice so tudi bolj nestanovitne kot obveznice, in tako je tveganje prevzemnika pri delnicah večje.

6.2 STROŠKI IZDAJE DELNIC V SLOVENIJI

Izdaje novih delnic v Sloveniji so zelo redke. Za primer navajam, da je bila po poročilu Agencije v letu 2000 javno ponujena samo ena izdaja delnic. Ta vzorec izdaj je premajhen, da bi dopuščal natančno analizo stroškov izdaje. Poleg tega pa so informacije težko dostopne. Na podlagi tega sem se odločila, da navedem pomembnejše neposredne stroške, ki spremljajo vsako javno ponudbo delnic v Sloveniji in so do neke mere »standardni«.

Taksa za izdajo dovoljenja za prvo javno ponudbo vrednostnih papirjev znaša 0,1 % nominalne vrednosti celotne izdaje, vendar ne manj kot 300.000 SIT in največ 1.500.000 SIT. Za izdajo odločbe, s katero Agencija pojasni ali je bila javna prodaja uspešna ali neuspešna, mora podjetje plačati takso 50.000 SIT (Taksa za izdajo dovoljenja Agencije za trg vrednostnih papirjev za prvo javno ponudbo vrednostnih papirjev, 2001).

Bajraktarević (2001, str. 82) oziraje se na intervju z bančnikom s področja investicijskega bančništva v Sloveniji, navaja, da je cena za izvedbo komisijske prodaje vrednostnih papirjev od 25.000 evrov dalje, cena pa naj bi se gibala od 2 do 3 % vrednosti izdaje. Ta strošek je primerljiv s stroški izdaje na razvitih trgih, vendar pa se pri nas izdajatelji redko odločajo za sodelovanje z investicijskim bankirjem. Letno nadomestilo za vodenje registra imetnikov delnic se plačuje KDD v višini 0,011 % osnovnega kapitala in 56 SIT na delničarja.

Tabela 4: Stroški pri javni ponudbi vrednostnih papirjev v Sloveniji (v SIT)

Vrsta stroška	Nominalna vrednost izdaje 1.000.000.000 SIT	Nominalna vrednost izdaje 5.000.000.000 SIT
Tarifa ATVP	1.000.000	1.500.000
Tarifa klirinško depotne družbe ¹⁰	3.003.000	9.603.000
Stroški ocene kreditnega tveganja	N/A	N/A
Pravni stroški	260.000 – 520.000	260.000 – 520.000
Stroški predstavitve vlagateljem	N/A	N/A
Stroški računovodskih poročil	N/A	N/A
Stroški skrbnika / plačilnega agenta	2.926.000 – 4.389.000	2.926.000 – 4.389.000
Stroški tiskanja prospekta ¹¹	0 – 1.000.000	0 – 1.000.000
SKUPAJ	7.189.000 – 9.912.000	14.289.000 – 17.012.000
% od nominalne vrednosti izdaje	0,72 – 0,99	0,29 – 0,34

Vir: Sluga, 2001, str. 14.

Po lastnem izračunu, sicer na podlagi podatkov za eno podjetje v Sloveniji, ki je izdalo delnice leta 2000 v višini približno 5.000.000.000 SIT, so znašali stroški objave v časopisu (objava skupščine, dosežki javne ponudbe) 0,034 % vrednosti izdaje. Če navedenim podatkom v tabeli prištejemo še strošek investicijskega bankirja v Sloveniji v višini 2 do 3 % vrednosti izdaje, dobimo približno oceno za strošek javne ponudbe.

V nadaljevanju po Pušniku (1995, str. 40) povzamem stroške izdaje, ki se nanašajo na podatke iz javnih ponudb delnic podjetij iz procesa lastninskega preoblikovanja. Pri tem je potrebno opozoriti, da niso upoštevane provizije prevzemnikov, ker investicijski bankirji pri tem niso upoštevani. Pušnik (1995, str. 40) je stroške izdaje razdelil na variabilne in fiksne. Variabilni stroški so: skupščina, prospekt, trženje, delniška knjiga, vpisna mesta, taksa Agencije in taksa borze. Fiksni stroški so neodvisni od velikosti izdaje, vključujejo pa predvsem delo koordinatorja pri pripravi izdaje.

¹⁰ Podatek o stroških KDD velja za obveznice, za delnice se plačuje letno nadomestilo za vodenje registra imetnikov delnic v višini 0,011 % osnovnega kapitala in 56 SIT na delničarja (za vse delnice skupaj), zato je dodatni strošek, ki ga letno prinese nova izdaja delnic potrebno izračunati glede na pogoje izdaje (Sluga, 2001, str. 14).

¹¹ Strošek tiskanja odpade oziroma je 0, če gre za izdajo nematerializiranih vrednostnih papirjev.

V spodnji tabeli vidimo, da je delež fiksnih stroškov v celotnih stroških pri velikih obsegh izdaj manjši kot pri manjših izdajah. Tabela 5 kaže tudi, da so celotni stroški izdaje manjši pri večjih izdajah.

Tabela 5: Delež stroškov javne ponudbe delnic

Izdaja (v 000 SIT)	Fiksni stroški (v %)	Variabilni stroški (v %)	Skupni stroški (v %)
50.000	7,200	6,182	13,38
100.000	3,600	3,851	7,45
250.000	1,440	2,673	4,11
500.000	0,720	2,163	2,88
1.000.000	0,360	1,763	2,12
2.500.000	0,144	1,570	1,71
3.000.000	0,120	1,574	1,69
5.000.000	0,072	1,532	1,60

Vir: Pušnik, 1995, str. 41.

6.3 STROŠKI IZDAJE DELNIC V TUJINI

Za pregled stroškov izdaje delnic na razvitih trgih vrednostnih papirjev mi podlago predstavlja ameriški primarni trg delnic, za katerega je na razpolago največ podatkov in za katerega predpostavljam, da je primeren za okvirno primerjavo z ostalimi razvitimi finančnimi trgi. Na podlagi podatkov za ZDA z upoštevanjem določenih dejstev (visoki stroški za prevzem v ZDA) namreč pridem tudi do okvirnih podatkov, ki veljajo za Evropo. Kapitalski trgi postajajo namreč vse bolj integrirani in »ameriška praksa« je vse bolj prisotna povsod po svetu.

Pri prikazovanju stroškov javne ponudbe, le-te razdelim na stroške prve javne ponudbe, kjer se izdaja nov vrednostni papir, ki na sekundarnem trgu še nima primerjave, in na stroške nadaljnje (dodatne) javne ponudbe, ki pomeni izdajo vrednostnih papirjev podjetja, ki ima svoje vrednostne papirje že na sekundarnem trgu, kar pomeni, da so določene predstave o vrednostnih papirjih že znane.

Tabela 6: Stroški podjetja pri prvi javni ponudbi vrednostnih papirjev, izraženi v odstotkih vrednosti izdaje

Prva javna ponudba ¹²				
	Trdna zaveza		Komisijska prodaja	
	Velike izdaje	Majhne izdaje	Velike izdaje	Majhne izdaje
1.provizija prevzemnika	7	10	8	11
2.ostali neposredni stroški	2	10	2	10
3.posredni stroški	1-2	2-4	1-2	2-4
4.podcenjenost	10	25	5-15	40

Vir: Weston, Copeland, 1992, str. 902.

Tabela 7: Stroški podjetja pri dodatni izdaji lastniških vrednostnih papirjev, izraženi v odstotkih vrednosti izdaje

Dodatna izdaja ¹³		
	Velike izdaje	Majhne izdaje
1.provizija prevzemnika	2-3	8-10
2.ostali neposredni stroški	0,5	4-6
3.posredni stroški	1-2	2-4
4.prilagoditev dogodkov	1-2	1-2
5.podcenjenost	?	?

Vir: Weston, Copeland, 1992, str. 898.

Ko spremljamo podatke v tabelah, moramo imeti v mislih, da so provizije za prevzem, predvsem za prvo javno ponudbo, v ZDA veliko višje kot v drugih državah. Iz obeh tabel razberemo, da je odstotek provizije prevzemnika tako pri prvi javni ponudbi kot pri nadaljnji javni ponudbi pri večjih izdajah manjši kot pri manjših izdajah. Pri večjih izdajah je tudi delež neposrednih stroškov zanemarljiv, medtem ko je pri manjših izdajah ta delež večji. Velike razlike nastanejo pri stroških podcenjenosti, ki so zelo visoki pri prvih javnih ponudbah; še posebej pri manjših vrednostih izdaje.

Tabela 8 prikazuje natančnejšo razdelitev stroškov izdaje prve javne ponudbe glede na različne velikosti izdaje. Tudi tu vidimo, da delež vseh stroškov z večanjem izdaje pada.

¹² Velike izdaje so nad 100 mio USD, majhne izdaje so pod 2 mio USD.

¹³ Velike izdaje so nad 100 mio USD, majhne izdaje so pod 2 mio USD.

Tabela 8: Neposredni in posredni stroški (v odstotkih) prve javne ponudbe delnic v ZDA v obdobju 1990-94

Znesek pridobljen v javni ponudbi (v mio USD) ¹	Povprečna provizija prevzemnika ²	Povprečni ostali neposredni stroški ³	Povprečni celotni neposredni stroški ⁴	Povprečna začetna donosnost ⁵	Povprečni posredni in neposredni stroški ⁶	Št. prvih javnih ponudb delnic
2 –9.99	9,05	7,91	16,96	16,36	25,16	337
10-19.99	7,24	4,39	11,63	9,65	18,15	389
20-39.99	7,01	2,69	9,70	12,48	18,18	533
40-59.99	6,96	1,76	8,72	13,65	17,95	215
60-79.99	6,74	1,46	8,20	11,31	16,35	79
80-99.99	6,47	1,44	7,91	8,91	14,14	51
100-199	6,03	1,03	7,06	7,16	12,78	106
200-499	5,67	0,86	6,53	5,70	11,10	47
500 in več	5,21	0,51	5,72	7,53	10,36	10
SKUPAJ	7,31	3,69	11,00	12,05	18,69	1767

Opombe: ¹ Celoten pridobljen znesek ne upošteva izvršitve «green-shoe» opcije.

² Provizija prevzemnika kot odstotek celotnega izkupička javne ponudbe vključuje: managersko provizijo, provizijo prevzemnika, prodajno provizijo.

³ Ostali neposredni stroški kot odstotek celotnega izkupička vključujejo: plačilo registracijske takse, tiskanje, stroške pravnikov in revizije.

⁴ Celotni neposredni stroški kot odstotek celotnega prejetega zneska, ki ga prejme podjetje (povprečje celotnih neposrednih stroškov je vsota povprečne provizije prevzemnika in povprečja ostalih neposrednih stroškov).

⁵ Začetna donosnost = $100 * [(prva\ tržna\ cena\ ob\ koncu\ trgovanja - ponudbena\ cena) / ponudbena\ cena]$

⁶ Celotni posredni in neposredni stroški = $(d+c)/(1+c/100)$, kjer je d odstotek celotnih neposrednih stroškov, c pa je začetna donosnost.

Vir: Ritter, 1998, str. 22.

Chen in Ritter (2000, str. 1105, 1112-1113) pojasnjujeta, da velik delež fiksnih stroškov, ki so povezani s prevzemi javnih ponudb, vodijo do ekonomij obsega pri nadaljnjih javnih ponudbah. To se kaže v nižjem relativnem deležu provizije za prevzem, ko se povečuje znesek izdanih vrednostnih papirjev. To pa ne velja za prve javne ponudbe, pri katerih je opazna fiksna provizija v višini 7 %. Pri prvih javnih ponudbah v vrednosti med 20 in 80 milijoni USD je kar 90 odstotkov izdajateljev plačalo provizijo 7 %. Provizija prevzemnika v drugih državah, tudi v Evropi, je za polovico nižja. Za primer lahko navedem, da je provizija prevzemnika (Kleinwort) za prvo javno ponudbo delnic Cambridge Antibody Technology v Veliki Britaniji v vrednosti 66 milijonov USD znašala 3,36 %, sestavljenega iz 3 % provizije in zneska 150.000 GBP. Na Japonskem znaša provizija za prevzem povprečno velikih prvih javnih ponudb med 3 in 3,5 %. V Avstraliji je bila povprečna provizija prevzemnika prvih javnih ponudb, katerih znesek je znašal med 30 in 100 milijoni USD, 3,4 %.

7 SEKUNDARNI TRG LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Uspešno izpeljana javna ponudba pomeni tudi, da je zagotovljena možnost nadaljnjega trgovanja s temi vrednostnimi papirji. Na razvitih trgih namreč investicijski bankir, ki je sodeloval s podjetjem pri primarni izdaji vrednostnih papirjev, ponavadi izvede tudi postopek za kotacijo vrednostnih papirjev na organiziranem trgu in nekaj časa skrbi za likvidnost vrednostnih papirjev. Pomembno je, da je sekundarni trg kapitala likviden (zagotavlja stalno možnost kupovanja in prodajanja posameznih vrednostnih papirjev), saj s tem zagotavlja, da so investitorji pripravljeni kupovati tudi nove izdaje vrednostnih papirjev.

7.1 POTRDILA O LASTNIŠTVU

Potrdilo o lastništvu (»Depository Receipt« – DR) kot generični termin za ameriško potrdilo o lastništvu (»American Depository Receipt« – ADR), evropsko potrdilo o lastništvu (»European Depository Receipt« – EDR) ali globalno potrdilo o lastništvu (»Global Depository Receipt« – GDR) je negociacijsko potrdilo oziroma vrednostni papir o lastništvu določenega števila delnic določenega podjetja, ki so deponirane pri depozitarni banki. Omenjeno banko izbere podjetje, ki želi izdati potrdila o lastništvu (Shapiro, 1991, str. 374). Gledano s pravnega, tehničnega ali operativnega vidika med ADR, EDR in GDR ni razlike, vendar se GDR pogosteje uporablja. Potrdila o lastništvu so nominirana v dolarjih, ker se z njimi trguje na mednarodnih trgih kapitala.

S potrdili o lastništvu se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev – londonska borza, borza v New Yorku, frankfurtska borza. Izdana so izven domačega trga in se z njimi ne trguje na domači borzi. Pomen DR je v tem, da se institucionalni vlagatelji iz razvitih držav, ki vlagajo velik del sredstev v delnice tujih podjetij iz držav s slabo razvitim trgom kapitala, z nakupom DR teh podjetij, izognejo določenim oviram na trgu kapitala, kot so: zapletena in nedorečena davčna zakonodaja, visoki stroški konverzije različnih valut, pomanjkanje informacij o podjetjih, ki kotirajo na lokalnih borzah, slabo razvit klirinški sistem (Čvorovič, 2001, str. 22).

7.1.1 Vrste programov potrdil o lastništvu

Vrste programov DR se izberejo glede na potrebe izdajatelja (podjetja), pri tem pa je potrebno upoštevati tudi želje investorjev. V nadaljevanju navajam le glavne značilnosti najpomembnejših DR programov (The Global Equity Investment Guide, 2001, str. 4):

- Stopnja I DR (»Sponsored Level I« DR)

Je najbolj preprosta oblika, s katero je podjetjem omogočen vstop na ameriške in neameriške trge kapitala. S to vrsto DR se trguje na OTC trgu v ZDA in na nekaterih borzah izven ZDA. Podjetju pri izdelavi tega projekta ni potrebno prilagoditi

računovodskih izkazov ameriškim računovodskim standardom (»Generally Accepted Accounting Principle« – GAAP) ali mednarodnim računovodskim standardom (»International Accounting Standard« – IAS), hkrati pa se izogne podrobnim poročevalskim zahtevam ameriške komisije za vrednostne papirje (»Securities and Exchange Commission« – SEC). Ta program DR omogoča podjetju, da je deležen prednosti, ki jih prinašajo javno trgovani vrednostni papirji, poleg tega pa mu ni potrebno spreminjati procesa poročanja. Večina podjetij, ki izda ta program DR, ga kasneje nadgradi z višjo stopnjo programa.

- Stopnja II in III DR (»Sponsored Level II« in »Sponsored Level III« DR)

Stopnja II omogoča uvrstitev vrednostnih papirjev v redno kotacijo, vendar ne vključuje povečanje kapitala. Stopnja III omogoča zbiranje novega kapitala in ponuja največjo preglednost in likvidnost med DR programi, vendar so zahteve SEC-a bolj zapletene kot pri programih prve in druge stopnje. To pomeni, da so stroški uvajanja bistveno večji kot pri programu druge stopnje. Oba programa zahtevata registracijo pri SEC, računovodski izkazi pa morajo biti pripravljeni v skladu z določili GAAP ali IAS.

- Pravilo 144(a) (»Rule 144(a)« – RADR)

Je bil uveden s strani ameriškega SEC-a, da bi spodbudil neameriška podjetja za dokapitalizacijo na ameriškem trgu kapitala. Prek zaprte ponudbe DR lahko zberejo kapital tako, da DR prodajo institucionalnim investitorjem v ZDA. Podjetja se izognejo zahtevam SEC-a glede registracije in poročanja, pa tudi stroški izdaje so nižji.

- Evropska (»European Depositary Receipt« – EDR) in globalna (»Global Depositary Receipt« – GDR) potrdila o lastništvu

Tako kot ADR dovoljujejo neameriškim izdajateljem vstop na ameriški trg kapitala, dovoljujejo EDR dostop na evropske trge, medtem ko GDR dajejo dovoljenje za vstop tako na ameriški kot na evropski trg. EDR in GDR se najpogosteje uporabljajo, ko izdajatelj povečuje kapital na lokalnem in mednarodnih trgih, ne glede na to ali gre za zaprto ali javno ponudbo. Prednosti EDR in GDR so: oboji se lahko izdajo kot del zaprte ali javne ponudbe, posamezni vrednostni papir je lahko uvrščen na enega ali več mednarodnih trgov, kar pomeni dostop do globalne baze investitorjev, z njima se izdajatelj lahko izogne domačim omejitvam za prodajo vrednostnih papirjev tujim investitorjem, GDR so ustrezna za poravnave prek Cedel, Euroclear in DTC, itd.

7.1.2 Prednosti potrdil o lastništvu

Prednosti za izdajatelje so (Čvorovič, 2001, str. 22):

- krog morebitnih vlagateljev v delnice podjetja se posebej poveča med potencialnimi dolgoročnimi investitorji,
- DR omogočajo geografsko razpršitev delničarjev podjetja,

- pristop k ogromnemu izvoru kapitala – institucionalnim portfeljskim investitorjem,
- dvig mednarodne prepoznavnosti in ugleda podjetja, tako na domačem kot na tujem trgu,
- mehanizem za pridobivanje dodatnega kapitala za financiranje razvoja z ugodnimi posojili ali z izdajo novih DR,
- izdajatelj nima neposrednega opravka z velikim številom vlagateljev, temveč samo z depozitarno banko, ki je v delniški knjigi vpisana kot edina imetnica celotne izdaje,
- kotiranje potrtil na tujih borzah je lahko cenejše od kotiranja samih delnic,
- DR poenostavlja proces prodaje delnic v tujino,
- DR se lažje uvrstijo na tuje borze,
- so primerno sredstvo za prevzeme,
- DR so vpisani v centralnem registru, zato jih ni potrebno izdati v fizični obliki.

Poleg naštetih prednosti za podjetje Pavlin (2001, str. 31) navaja tudi dejstvo, da so transakcijski stroški na tujih borzah za vlagatelje nižji. Z izdajo GDR se poveča likvidnost delnic, kar s preglednejšim poslovanjem družbe lahko zniža strošek kapitala izdajatelja. To pa lahko vodi k višjemu tečaju njegove delnice. Ko podjetje izda GDR, začnejo delnice domačega izdajatelja kotirati na tuji borzi. Domači izdajatelj mora izdelati računovodske izkaze po mednarodnih računovodskih standardih, v skladu s predpisi borze, na kateri kotirajo GDR. To je podlaga za primerljivost poslovnih rezultatov domačih in tujih družb. Pavlin navaja tudi, da je čisti dobiček slovenskih družb na podlagi slovenskih računovodskih standardov, v primerjavi s čistim dobičkom, določenim z mednarodnimi računovodskimi standardi, tudi za več deset odstotkov manjši. Med družbami iste panoge se kot kazalec vrednotenja pojavlja primerjava razmerja med tečajem in čistim dobičkom na delnico, kar pomeni, da izdaja GDR lahko z dvigom tečaja delnice vpliva na višji omenjeni koeficient.

7.1.3 Potrdila o lastništvu v slovenski zakonodaji

Po Zakonu o deviznem poslovanju (1999) se štejejo potrdila o lastništvu, izdana na osnovi domačih vrednostnih papirjev, kot domači vrednostni papir (izdajatelj je rezident). Tako se pri izdaji potrdil o lastništvu v tujini uporablja režim, ki velja za prodajo, vpeljavo in izdajo domačih vrednostnih papirjev v tujino. Glede izdaje domačih vrednostnih papirjev zakon ne postavlja nobenih omejitev. Prodajo domačih vrednostnih papirjev določa 27. člen, ki pravi, da lahko rezidenti trgovanje z vrednostnimi papirji izvajajo samo prek pooblaščenega udeleženca. Vpeljevanje lastniških vrednostnih papirjev v tujino ureja 26. člen ZDP in Pravilnik o pridobitvi dovoljenja za vpeljevanje lastniških vrednostnih papirjev v tujino iz leta 1999.¹⁴

¹⁴ Podrobnejši opis pogojev in načina vpeljevanja lastniških vrednostnih papirjev v tujini je opisan na strani 18 in 19.

7.1.4 Izdaja potrdil o lastništvu

Podjetje, ki se je odločilo za izdajo DR naj bi izpolnjevalo naslednje pogoje, ki vplivajo na uspešnost uvrstitve delnic na mednarodni trg kapitala (Čvorovič, 2001, str. 22):

- vodilni položaj podjetja v svoji panogi v domačem okolju,
- podjetje mora biti uvrščeno v kotacijo na domači borzi,
- podjetje mora imeti izoblikovano jasno strategijo razvoja,
- sposoben in podjetju predan menedžment,
- izdelava računovodskih izkazov po mednarodnih računovodskih standardih,
- jasna lastniška sestava,
- velikost podjetja; vrednost ponujenih delnic ne sme biti manjša od 20 milijonov dolarjev, priporočljiva je okoli 50 milijonov,
- pozitivno poslovanje v preteklosti,
- obstajati mora realna možnost za povečanje donosa v prihodnjih letih.

Postopek izdaje potrdil o lastništvu je preprost. Delnice, na podlagi katerih se izvede izdaja DR, se deponirajo pri depozitarni banki, ki je na lokalnem trgu vpisana kot imetnik delnic. Depozitarna banka konvertira te delnice v DR in jih vpiše pri enem od mednarodnih klirinških sistemov.

Kozjek (1999, str. 19-20) postopek uvedbe DR podrobno razdeli na naslednje dele: izdajatelj na podlagi predloženih ponudb in razgovorov izbere vodilnega managerja in depozitarno banko. Vodilni manager in depozitarna banka s sodelovanjem izdajatelja nato izbereta tuji pravni pisarni, ki v sodelovanju z izdajateljem in izbrano domačo pravno pisarno pripravita vse pravne dokumente, ki so potrebni za izvedbo programa DR. V primeru statutnih omejitev glede udeležbe tujcev v kapitalu, se skliče skupščino delničarjev, ki odločijo o spremembi statuta. Tuja pravna pisarna v sodelovanju z izdajateljem in izbrano domačo pravno pisarno pripravi prospekt. Sledi izbira skrbnika, kateri vodi skrbništvo za depozitarno banko v zvezi z izdanimi DR.

Postopek izdaje DR vsebuje tudi odprtje skrbniških računov za vodilnega managerja in skrbnika. Skrbniški račun vodilnega managerja je namreč potreben za plačilo začetnega paketa delnic in delnic iz morebitnih kasnejših prodaj. Skrbniški račun skrbnika pa se uporablja za vse kasnejše denarne tokove v zvezi s skrbništvom DR. Po analizah zanimanja investorjev je potrebno na ustreznih lokacijah predstaviti izdajatelja in samo izdajo DR.

Po zaključku predavitve sledi alokacija potrdil med investitorje in določitev cene DR glede na povpraševanje investorjev. Na dan zaključka se izvede prenos paketa delnic, ki je predmet začetne ponudbe, na račun vrednostnih papirjev depozitarne banke, ki na podlagi obvestila o razpolaganju z delnicami izda DR in jih glede na navodila glavnega managerja razdeli na račune kupcev. Na dan zaključka se hkrati realizira plačilo

deponiranih delnic s strani vodilnega managerja. Kot končna faza sledi uvrstitev v kotacijo na tuji borzi. Sam postopek za uvrstitev v kotacijo vodi tuja pravna pisarna s sodelovanjem izdajatelja.

7.2 KOTACIJA NA (TUJI) BORZI

Kotacija na tuji borzi je za podjetje zelo pomemben dejavnik možnosti prodaje nove in nadaljnjih izdaj delnic v tujini. Podjetja, ki kotirajo na borzi, imajo boljše možnosti nadaljnega financiranja, tako lastniškega kot dolžniškega. V primeru potrebe dodatnega lastniškega kapitala je prodaja na primarnem trgu hitrejša in uspešnejša, ker investitorji podjetje že poznajo. Ostale prednosti kotacije podjetja na borzi so (Čas, Jamnik, 2000, str. 130):

- z vstopom podjetja na (tuyo) borzo se poveča zanimanje tujih investorjev za naložbo v to podjetje, ker to pomeni dodatno boniteto za podjetje, tujci pa ponavadi kot pogoj za svoje investiranje zahtevajo tudi kotacijo na borzi v državi, kjer ima izdajatelj sedež,
- uprava, zaposleni in zunanji delničarji podjetja lahko sproti spremljajo uspešnost družbe na trgu prek tržne cene delnic,
- stalno trgovanje z vrednostnimi papirji, ki kotirajo, pomeni lažjo prenosljivost in boljšo likvidnost delnic,
- prek kotacije se poveča prepoznavnost in ugled podjetja v javnosti, še posebno če podjetje sproti obvešča javnost o dogajanju v podjetju (poslovna poročila) v sredstvih obveščanja; poleg tega ima večina tiskovnih agencij (Reuters) stalno povezavo z borzami in takoj oskrbujejo zainteresirane po svetu z informacijami o kotaciji posameznih delnic,
- med trajanjem novih izdaj delnic podjetje obravnavajo analitiki, naložbeni svetovalci in tuje investicijske banke, ki v sredstvih obveščanja dodatno promovirajo podjetje; nove izdaje delnic in uvajanje podjetja na (tuyo) borzo prek pojavljanja v javnosti pomeni tudi večje zanimanje borznih posrednikov, finančnih časopisov, investorjev in kupcev, s tem pa podjetje pridobi tudi prednost pred konkurenco.

Na drugi strani se mora podjetje zavedati tudi večje javnosti poslovanja, saj mora redno objavljati podatke o poslovanju in finančnem stanju, opozoriti mora tudi na večje spremembe v razvoju podjetja. S kotacijo se pojavi tudi večja možnost prevzema podjetja. Tržna nihanja lahko kažejo ceno delnice, ki se zelo razlikuje od njene knjigovodske vrednosti. Tečaji delnic lahko namreč zelo narastejo v določenih obdobjih, ko se investitorji zanimajo za nove izdaje delnic določenih gospodarskih panog. V naslednjem obdobju pa lahko pride do nestabilnega gibanja tečaja delnic in nelikvidnosti trgovanja. Za kotacijo delnic na borzi mora izdajatelj plačati sprejemno pristojbino in letno vzdrževanje kotacije (Čas, Jamnik, 2000, str. 131-132).

7.3 LONDONSKA BORZA VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Ena najpomembnejših mednarodnih borz je londonska borza vrednostnih papirjev. Le-ta se mi zdi aktualna tudi za naša podjetja, ki bi želela vstopiti na mednarodni trg kapitala. V nadaljevanju zato navajam glavne značilnosti pravne podlage in pogojev, ki jih morajo tuja podjetja izpolnjevati za uvrstitev delnic na borzo.

Pravno podlago za trgovanje z vrednostnimi papirji na londonski borzi predstavlja Financial Services and Markets Act iz leta 2000, ki določa tudi, da centralna agencija Financial Services Authority (FSA) opravlja funkcijo regulatorja na področju finančnih storitev in trgov. V Financial Services and Markets Act-u je tudi posebno poglavje o uvrstitvi vrednostnih papirjev na borzo, o zahtevah glede prospekta in obveznostih izdajatelja.

7.3.1 Sprejem vrednostnih papirjev na londonsko borzo

Za sprejem vrednostnih papirjev na glavni trg londonske borze je pristojna UK Listing Authority (UKLA), ki je del FSA in nadzoruje ter določa zahteve za sprejem in trgovanje na glavnem trgu. Postopek sprejema vrednostnega papirja v kotacijo traja od treh do osmih mesecev. Pri tem ima pomemben vpliv pomoč svetovalcev.

Mednarodna podjetja lahko njihove delnice neposredno uvrstijo na glavni trg londonske borze. Če podjetje delnic nima uvrščenih na domačo borzo, lahko zaprosi za primarno uvrstitev v Londonu. V primeru, da delnice podjetja že kotirajo na domači borzi, podjetje lahko zaprosi za sekundarno uvrstitev v Londonu, kar podjetju omogoča kotacijo njegovih delnic tako doma kot v Londonu.

Pogoji za uvrstitev v uradno kotacijo, ki se nanašajo na vsa podjetja, ki želijo kotacijo delnic v Londonu so (How to join the London markets, 2001, str. 2):

- vsako podjetje, ki zaprosi za kotacijo delnic na londonski borzi, mora imeti svojega predstavnika, tako imenovanega sponzorja; ponavadi je sponzor investicijska banka, borzni posrednik, pravniško ali računovodsko podjetje;¹⁵ sponzor predstavlja povezavo med podjetjem in UKLA ter vodi podjetje skozi proces uvrstitve delnic v kotacijo,
- podjetje mora obstajati vsaj tri leta in mora izkazovati trend rasti,

¹⁵ Investicijske banke, ki jih naše podjetje lahko izbere za svetovanje in pomoč pri vstopu na tuj oziroma londonski trg vrednostnih papirjev so: Ansbacher & Co. Limited, Beeson Gregory Limited, Goldman Sachs International, Deutsche Bank AG London, Dresdner Kleinwort Wasserstein, Barclays Capital, Credit Suisse First Boston (Europe) Ltd, Lehman Brothers, Nomura International plc, HSBC Investment Bank plc, Instinet Europe Ltd, Knight Securities International Ltd, Merrill Lynch Europe plc, Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Robert W. Baird Group Limited, Citigroup Inc. itd.

- tržna vrednost lastniškega kapitala podjetja mora biti najmanj 700.000 GBP (okoli 1 milijon USD) in vsaj 25 % delnic mora biti v lastništvu javnosti, ki ni povezana s poslovanjem podjetja,
- podjetje mora biti sposobno delovati kot neodvisna enota, še posebej v primeru, ko gre za kontrolni paket delnic in obstaja možnost, da pride do konfliktnih interesov,
- podjetje in njegovi svetovalci morajo objaviti prospekt, ki je v skladu z zahtevami UKLA v zvezi s kotacijo; vsebovati mora informacije o finančnih podatkih, večinskih delničarjih, o pogodbah in plačah direktorjev,
- ko so delnice podjetja uvrščene v kotacijo in imajo dovoljenje za trgovanje, mora podjetje izpolnjevati nadaljnje obveznosti, ki vključujejo polletna in letna finančna poročila in obveščanje trga o cenovno občutljivih informacijah.

Povzetek osnovnih pogojev, ki jih UKLA zahteva za sprejem delnic in potrdil o lastništvu na londonsko borzo navajam v Tabeli 9.

Tabela 9: Pregled osnovnih zahtev po UKLA Listing Requirements

	Delnice	Potrdila o lastništvu
Osnovni pogoji za uvrstitev v uradno kotacijo		
Sponzor - predstavnik podjetja	Da	Da
Finančna poročila	3 leta	3 leta
Minimalna tržna vrednost lastniškega kapitala	700.000 GBP	700.000 GBP.
Delež delnic v rokah javnosti	25 % vsakega razreda delnic	25 % potrdil o lastništvu
Računovodski standardi	Ponavadi IAS, US ali UK GAAP	Po sprejetih računovodskih načelih, možna zahteva po IAS, US ali UK GAAP.
Ostalo	Zahteva mora biti v skladu s pravili domače borze in ustrezne nadzorne institucije. Zadovoljiv obratni kapital za vsaj 12 mesecev od objave dokumenta o kotaciji.	Razred delnic, ki ga predstavlja GDR, mora biti v izdaji. Profesionalni investitorji. Kot depozitarji pooblašene in nadzorne finančne institucije.
Zahteve glede prospekta		
Finančne informacije	Izkaz uspeha, bilanca stanja in izkaz denarnih tokov za tri leta, računovodska politika, opombe glede letnih računov. Neodvisno preverjanje poslovanja.	Izkaz uspeha, bilanca stanja in izkaz denarnih tokov za tri leta, računovodska politika, opombe glede letnih računov. Neodvisno preverjanje poslovanja.
Konsolidacija	Mora biti konsolidirano.	Konsolidacija se ne zahteva, če računi niso konsolidirani.
Informacije o kontrolnem paketu delnic	Da	Da
Podatki o plačah direktorjev, pogodbe.	Vsota plačil in koristi v zadnjem letu, podrobnosti obstoječih ali načrtovanih pogodb.	Vsota plačil in koristi v zadnjem letu.
Informacije o večinskih delničarjih	Imajo 3 odstotke ali več kapitala izdajatelja; ali razkritje informacij po zakonu države, v kateri je podjetje.	Imajo 3 odstotke ali več kapitala izdajatelja; ali razkritje informacij po zakonu države, v kateri je podjetje.

Vir: How to join the London markets. London Stock Exchange.

[URL: <http://www.londonstockexchange.com/about/pdfs/global2.pdf>], 2002.

7.3.2 Praksa naših podjetij na londonski borzi

Uvrstitev delnic na tuje borze pomeni večjo prepoznavnost podjetja, v razmerah možne arbitraže pa tudi večjo likvidnost delnic na domačem trgu. Za uvrstitev delnic na tuje borze je potrebno vložiti zahtevo za pridobitev kotacije. Eden izmed glavnih pogojev je kotiranje delnic na domačem organiziranem trgu. Ta pogoj se nanaša tudi na uvrstitev potrdil o lastništvu na tuje borze. Predstavniki slovenskega podjetja (BTC), katerega delnice so kotirale na londonski borzi, navaja, da je London cenejši in bolj prijazen do uporabnikov kot ljubljanska borza.

Ko je vrednostni papir sprejet v kotacijo, morajo izdajatelji sporočiti londonski borzi enake podatke kot ljubljanski. Osnova za kotacijo je prospekt, ki pa je zaradi nepoznavanja Slovenije in naše zakonodaje, bolj natančen. Vsebovati mora namreč tudi makroekonomske podatke (Simonič, 2000, str. 30).

Pri uvrstitvi delnic na tuje borze je pomembno sodelovanje izdajatelja z agentom (sponzorjem) oziroma tujo finančno ustanovo, ki uredi vse potrebno za kotacijo. Naloge agenta so določene s pravili londonske borze. SKB banka in BTC kot edini slovenski podjetji, ki sta kotirali na londonski borzi, sta sodelovali na primer z drugo največjo investicijsko družbo na svetu, japonsko Nomuro, ki je bila njihov finančni svetovalec. Pri projektu, poleg navedenega, sodelujeta tudi pravna pisarna podjetja in pravna pisarna v Londonu, čigar naloga je usklajevanje zakonodaje. Poleg ostalih dokumentov mora podjetje predložiti tudi revidirana poročila, v poslovanju zadnjih treh let pa mora izkazovati trend rasti. Pri tem kot revizor sodeluje tuja mednarodno priznana družba.

Kot zanimivost lahko omenim, da je bilo za obe zgoraj omenjeni podjetji značilno, da je ob začetku kotacije na londonski borzi povpraševanje močno presehalo ponudbo. To je povzročilo, da je bila cena delnic na ljubljanski borzi bistveno nižja, ker ni bilo možnosti arbitraže. Kasneje je prišlo do približnega izenačenja cene delnice pri obeh podjetjih (Simonič, 2000, str. 30).

SKLEP

V diplomski nalogi sem obravnavala izdajo lastniških vrednostnih papirjev, ki jo lahko izvede slovensko podjetje doma in v tujini. Pri tem sem skušala ustvariti informativno vsebino, tudi iz pravnega vidika, za izdajo delnic določenega podjetja.

Ko se podjetje odloča o izdaji delnic, mora poznati interese obstoječih lastnikov podjetja in razlike med vrstami delnic, ki naj bi odsevale želje lastnikov. Podjetje mora imeti izoblikovano jasno razvojno strategijo in mora javno ponudbo natančno načrtovati, in sicer je potrebno izbrati strokovnjake, ki bodo sodelovali pri izvedbi javne ponudbe, pravi trenutek za izdajo, oblikovati ceno, izvesti vpis in vplačilo vrednostnih papirjev in poskrbeti za trženje novo izdanih vrednostnih papirjev.

Javna ponudba delnic za podjetje pomeni lažjo pridobitev kapitala in večje poznavanje podjetja, po drugi strani pa pomeni tudi stroške, na primer razkritja informacij. Na razvitih trgih kapitala v tujini podjetja pri izdaji vrednostnih papirjev sodelujejo z investicijskimi bankami. Prevladujeta prevzem javne ponudbe s trdno zavezo in komisijska prodaja. Pri trdni zavezi investicijski bankir odkupi celotno izdajo, pri komisijski prodaji pa deluje kot agent.

V Sloveniji javno ponudbo delnic določa Zakon o trgu vrednostnih papirjev. Pogoji, ki podjetju omogočajo izvesti javno ponudbo, so: podjetje mora pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev, skrbno mora pripraviti prospekt za javno ponudbo, javno mora objaviti poziv za vpisovanje in vplačevanje vrednostnih papirjev in opraviti postopek vpisa ter vplačila vrednostnih papirjev. Nadzor nad izvajanjem javne ponudbe opravlja Agencija za trg vrednostnih papirjev.

Izdajo vrednostnih papirjev v tujino ureja Zakon o deviznem poslovanju. Slovensko podjetje, ki bi želelo izdati delnice v tujini, mora najprej pridobiti dovoljenje ministra za finance, nato pa še dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev. Pri tem sodeluje tudi z investicijsko banko v tujini.

Za slovenski primarni trg, predvsem podjetniških vrednostnih papirjev, ki je premalo razvit in pod vplivom lastninskega preoblikovanja podjetij, bo pomembna prelomnica leto 2004, ko naj bi Slovenija postala polnopravna članica EU. V tem vstopu vidim prihodnje gonilo slovenskega primarnega trga vrednostnih papirjev. Bistvo ureditve primarnega trga vrednostnih papirjev bo od konca prihodnjega leta v EU predstavljala Direktiva za prospekt, ki ga je potrebno objaviti pri javni ponudbi vrednostnih papirjev ali pri sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje, za katero je izdelan osnutek. Cilj tega načrta je omogočiti lažji dostop podjetjem do evropskega trga kapitala in vzajemno priznavanje prospektov med državami članicami.

Stroški izdaje so najvišji za navadne delnice. Relativni delež stroškov izdaje v celotni vrednosti javne ponudbe pada z večanjem vrednosti izdaje. Eden najpomembnejših stroškov pri tem je provizija prevzemnika, ki na razvitih trgih za povprečne velikosti izdaje v povprečju znaša okoli 3,5 %. V Sloveniji večina javnih ponudb poteka brez sodelovanja investicijske banke.

Ena izmed možnosti za vstop na tuj trg kapitala za slovensko podjetje je izdaja potrdil o lastništvu, s katerimi se trguje na tujih organiziranih trgih. Potrdila o lastništvu so zanimiva za tuje investitorje, ki vlagajo v podjetja na manj razvitih trgih kapitala, povečajo likvidnost delnic podjetja, hkrati pa pomenijo »pripomoček« za dostop do dodatnega kapitala za financiranje razvoja podjetja z ugodnimi posojili ali z izdajo novih potrdil o lastništvu. Za naša podjetja je tako predvsem aktualna londonska borza vrednostnih papirjev, kamor lahko poleg potrdil o lastništvu, uvrstijo tudi svoje delnice. Pri tem morajo izpolnjevati zahtevane pogoje, izdelati prospekt, v postopku za sprejem pa morajo sodelovati s sponzorjem in pravnima pisarnama doma in v tujini. Kotacija na tuji borzi je pomemben dejavnik možnosti prodaje nove izdaje delnic v tujini.

LITERATURA

1. Bajraktarević Gregor: Primarni trg vrednostnih papirjev. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 107 str., 46 pril.
2. Brigham F. Eugene, Gapenski C. Louis, Daves R. Phillip: Intermediate Financial Management. Sixth Edition. Fort Worth: The Dryden Press, 1999. 1083 str.
3. Chen Hsuan-Chi, Ritter Jay R.: The Seven Percent Solution. The Journal of Finance, New York, LV (2000), 3, str.1105-1131.
4. Čas Miloš, Jamnik Simona: Borzno pravo. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 325 str.
5. Čvorovič Rajko: DR so vstopnica do tujih institucionalnih vlagateljev. Finance, Ljubljana, 2001, 17.09.2001, str. 22.
6. Kozjek Simona: Potrdila o lastništvu v Sloveniji in v svetu. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 54 str.
7. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
8. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
9. Pavlin Aleš: Se slovenskim družbam še splača izdajati potrdila GDR? Finance, Ljubljana, 2001, 18.06.2001, str. 31.
10. Pušnik Bogdan: Primarna emisija delnic v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. 50 str.
11. Ritter R. Jay: Initial Public Offerings. Contemporary Finance Digest, 1998, 1-2, 30 str. [URL: <http://bear.cba.ufl.edu/ritter/Rittipo.htm>], 7.7.2002.
12. Ross Stephen A., Westerfield Randolph W., Jaffe Jeffrey: Corporate Finance. Fifth Edition. Boston: Irwin/McGraw Hill, 1999. 868 str.
13. Shapiro C. Alan: Foundations of Multinational Financial Management. Massachusetts: Allyn and Bacon, 1991. 600 str.
14. Shapiro C. Alan, Balbirer D. Sheldon: Modern Corporate Finance. New Jersey: Prentice- Hill, Inc., 2000. 545 str., 22 pril.
15. Simonič Janja: Zakaj na londonsko borzo? Finance, Ljubljana, 2000, 22.03.2000, str. 30.
16. Sluga Gregor: Kako do svežega kapitala. Finance, Ljubljana, 2001, 19.03.2001, str. 14.
17. Sluga Gregor: Možnosti za razvoj trga podjetniških obveznic v Sloveniji. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 89 str.
18. Svilan Sibil: Vrednostni papirji – namen in vrste, oblikovanje ter upravljanje. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1990. 213 str.
19. Thatcher Marc: Convertible Bonds. The Guide to Gobal Fixed Income 2002. Euromoney, London, 2002, februar, 9 str.
20. Veselinovič Draško: Borzni priročnik. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1995. 571 str.

21. Veselinovič Draško: Zakon o deviznem poslovanju (ZDP) s komentarjem in podzakonskimi akti. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999. 522 str.
22. Weston J. Fred, Copeland E. Thomas: Managerial Finance. Ninth Edition. Fort Worth: The Dryden Press, 1992. 1182 str.

VIRI

1. How to join the London markets. London Stock Exchange.
[URL: <http://www.londonstockexchange.com/about/pdfs/global2.pdf>], 23.5.2002.
2. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2000. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2001. 35 str.
3. Pravilnik o pridobitvi predhodnega soglasja in dovoljenja za vpeljevanje lastniških vrednostnih papirjev v tujini (Uradni list RS, št. 54/99).
4. Proposal for a Directive of the European parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading. Official Journal of the European Communities. C 240E/272, 28.8.2001, 17 str.
5. Sklep o podrobnejši vsebini prospekta, izvlečka prospekta in javnega poziva za vpis in vplačilo vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 6/00).
6. Taksa za izdajo dovoljenja Agencije za trg vrednostnih papirjev za prvo javno ponudbo vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 82/2001).
7. The Global Equity Investment Guide, The Case for Investing in Depositary Receipts. New York: The Bank of New York, 2001. 16 str.
8. Zakon o deviznem poslovanju (Uradni list RS, št. 23/99).
9. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 54/99).

SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

american depositary receipt (ADR) – ameriško potrdilo o lastništvu

best efforts – komisijska prodaja

common stock – navadne delnice

convertible bonds – zamenljive obveznice

convertible exchangeable preferred stock – zamenljive prednostne delnice

convertible exchangeable bonds – obveznice, ki se ne zamenjajo za delnico podjetja izdajatelja, temveč za delnico nekega drugega podjetja

depositary receipt – potrdilo o lastništvu

DTC (the depositary trust company) – klirinška hiša, prek katere se poravnava vsi posli v ZDA

Euroclear, Cedel – instituciji, prek katerih se izvaja evropski poravnavni sistem

European depositary receipt (EDR) – evropsko potrdilo o lastništvu

firm commitment – trdna zaveza

generally accepted accounting principle (GAAP) – ameriški računovodski standard

global depositary receipt (GDR) – globalno potrdilo o lastništvu

home member state – domača država članica

host member state – država članica gostiteljica

initial public offering, going public – prva javna ponudba

international accounting standard (IAS) – mednarodni računovodski standard

preferred stock – prednostne delnice

roadshow – predstavitev izdajatelja potencialnim investitorjem

rule 144(a) – pravilo 144(a)

securities and exchange commission (SEC) – ameriška komisija za vrednostne papirje

single passport for issuers – enotno dovoljenje za izdajatelje

sponsored level I – stopnja I

sponsored level II – stopnja II

sponsored level III – stopnja III

spread oz. underwriting discount – provizija prevzemnika, razlika v ceni

stock, shares – delnice

underpricing – podcenjenost

underwriting – prevzem prodaje vrednostnih papirjev

underwriting group – skupina prevzemnikov

volatility – nestanovitnost
