

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

DOKAPITALIZACIJE DELNIŠKIH DRUŽB V SLOVENIJI

Ljubljana, avgust 2007

PRIMOŽ GRUM

IZJAVA

Študent Primož Grum izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Aljoše Valentinčiča in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 27.8.2007

Podpis: _____

KAZALO

1	Uvod.....	- 1 -
2	Financiranje podjetja z navadnim lastniškim kapitalom	- 2 -
2.1	Sestavine navadnega lastniškega kapitala	- 2 -
2.2	Pravice navadnih delničarjev	- 3 -
2.3	Prednosti in pomanjkljivosti financiranja z navadnimi delnicami	- 3 -
3	Primarna izdaja lastniških vrednostnih papirjev	- 4 -
3.1	Metode izdajanja vrednostnih papirjev	- 4 -
3.2	Postopek javne ponudbe delnic	- 5 -
3.3	Prednosti in slabosti javne ponudbe delnic	- 6 -
4	Udeleženci pri izdaji.....	- 8 -
4.1	Poslovodstvo podjetja	- 8 -
4.2	Nadzorni svet.....	- 8 -
4.3	Revizorji	- 8 -
4.4	Pravniki	- 9 -
4.5	Investicijska banka	- 9 -
4.6	Borzni posredniki	- 9 -
4.7	Ocenjevalci.....	- 9 -
5	Izdaja lastniških vrednostnih papirjev v Sloveniji	- 10 -
5.1	Pravna podlaga	- 10 -
5.2	Postopek javne izdaje delnic v Sloveniji.....	- 10 -
5.2.1	Prospekt.....	- 12 -
5.3	Postopek nejavne ponudbe vrednostnih papirjev v Sloveniji.....	- 15 -
5.4	Prednostna pravica	- 16 -
5.4.1	Pomen prednostne pravice	- 16 -
5.4.2	Uveljavljanje in izključitev prednostne pravice do novih delnic	- 18 -
6	Stroški izdaje	- 19 -
6.1	Stroški izdaje delnic v Sloveniji.....	- 22 -
6.1.1	Stroški KDD.....	- 22 -
6.1.2	Stroški ATVP	- 22 -
7	Pregled primarnega trga vrednostnih papirjev v Sloveniji med letoma 1994 in 2005.-	- 24 -
7.1	Javni primarni trg vrednostnih papirjev v Sloveniji.....	- 24 -
7.2	Nejavni primarni trg vrednostnih papirjev v Sloveniji.....	- 25 -
7.3	Primarni trg vrednostnih papirjev v Sloveniji leta 2006	- 26 -
8	Analiza dokapitalizacij delniških družb v Sloveniji.....	- 27 -
8.1	Podatki.....	- 27 -
8.2	Analiza vzorca.....	- 29 -
8.2.1	Pregled izdajateljev po področjih delovanja glede na Standardno klasifikacijo podjetij (SKD).....	- 29 -
8.2.2	Povprečno število zaposlenih	- 29 -
8.2.3	Uvrščenost izdajateljev vrednostnih papirjev na organiziran trg	- 30 -
8.2.4	Finančni podatki o podjetjih.....	- 30 -

8.2.5	Velikost izdaje.....	- 33 -
8.2.6	Povečanje osnovnega kapitala	- 34 -
8.3	Razmerje med dolgoročnim dolgom in kapitalom (D/E).....	- 35 -
8.4	Dobičkonosnost sredstev (ROA).....	- 36 -
8.5	Dobičkonosnost kapitala (ROE).....	- 36 -
9	Sklep.....	- 37 -

1 Uvod

Podjetja se pri poslovanju srečujejo z nenehnimi izzivi, kako zadovoljiti potrebe po financiranju za nadaljnjo rast in razvoj. Podjetja skušajo najprej zadovoljiti svoje potrebe po financiranju z notranjimi viri. Šele ko so izkoriščeni notranji viri financiranja, se podjetja začnejo ozirati po zunanjih virih financiranja, tu pa podjetja raje uporabijo financiranje z zadolževanjem kot pa z izdajo novega kapitala. Podjetja dajejo prednost zadolževanju zaradi nižjih zahtev po razkritju informacij. Razlogi za svež kapital so različni. Podjetja z izdajo novega lastniškega kapitala lahko optimizirajo bilančno sestavo virov sredstev, financirajo prevzem drugega podjetja ali kakšno večjo investicijo, za katero ne morejo pridobiti dovolj dolžniškega kapitala, lahko pa se podjetja znajdejo v finančni stiski in si z dokapitalizacijo zagotovijo nadaljnji obstoj.

Na razvoj trga kapitala v Sloveniji je imelo lastninjenje zelo velik vpliv, takrat je večino podjetij dobilo znane lastnike. Danes je slovenski primarni trg slabo razvit, zaradi slabe likvidnosti sekundarnega trga pa ne prihaja do dodatnega financiranja podjetij z izdajo novih delnic. Poleg tega so si banke preko družb za upravljanje v času lastninjenja pridobila lastniški vpliv v podjetjih. Danes lahko banke s svojim vplivom vplivajo na nekatere poslovne odločitve podjetij glede dolgoročnega financiranja. S tega vidika se mi zdi aktualno v diplomski nalogi prikazati in predstaviti, kako poteka izdajanje delnic v Sloveniji. Osredotočil se bom na postopek izdajanja vrednostnih papirjev. Prikazati želim glavne stroške, ki spremljajo podjetja ob izdajanju, in zakonske omejitve, ki zavezujejo podjetja pri izdajanju delnic. Na koncu pa želim analizirati izdajatelje vrednostnih papirjev. Tu me bo predvsem zanimalo, za koliko se je povečal osnovni kapital, kakšen dolg so imela podjetja pred dokapitalizacijo in po dokapitalizaciji, dobičkonosnost sredstev in kapitala v primerjavi s konkurenti.

V drugem in tretjem poglavju bom predstavil teoretičen pogled na financiranje podjetij z izdajanjem novih delnic. Najprej bom predstavil sestavine lastniškega kapitala, pravice, ki jih imajo lastniki navadnih delnic, navedel pa bom tudi prednosti in slabosti, ki jih prinaša financiranje z izdajanjem novih delnic. Sledi pregled metod izdajanja vrednostnih papirjev in postopek javne ponudbe delnic. Na koncu tretjega poglavja pa bom poudaril še bistvene prednosti in slabosti javne ponudbe delnic.

V četrtem poglavju bom predstavil subjekte, ki so udeleženi pri izdaji. Podjetja pri tako velikem projektu, kot je izdajanje novih delnic, poleg notranjih strokovnjakov potrebujejo še zunanje neodvisne sodelavce. Predstavil bom, kateri subjekti sodelujejo pri izdaji in kakšne so njihove zadolžitve in naloge.

Peto poglavje je namenjeno predstavitvi zakonodajnega okvira, ki ga določa zakon o trgu vrednostnih papirjev. V tem poglavju bom razložil, kakšen je postopek za javne in nejavne

izdaje vrednostnih papirjev v Sloveniji. Na koncu poglavja sledi predstavitev prednostne pravice.

Šesto poglavje je namenjeno predstavitvi stroškov, ki spremljajo izdajo novih delnic. Najprej bom predstavil glavne kategorije stroškov, ki so prisotni ob izdaji, nato pa bom predstavil pomembnejše neposredne stroške, ki spremljajo vsako javno ponudbo delnic v Sloveniji. Sedmo poglavje je namenjeno predstavitvi in opisu razvoja slovenskega primarnega trga kapitala med letoma 1994 in 2005. V tem poglavju bo bistven poudarek na predstavitvi javnega in nejavnega primarnega trga v omenjenem obdobju.

V osmem poglavju je predstavljen vzorec podjetij, ki so izvedla dokapitalizacijo. Podjetja bom predstavil najprej glede na dejavnost, v kateri delujejo, in nato glede na uvrščenost podjetja na borzi. Sledi predstavitev podjetij glede na število zaposlenih, prihodke, sredstva, kapital in dolg. Na koncu poglavja pa bom analiziral, za koliko odstotkov se je povečal osnovni kapital in kako je povečanje le-tega vplivalo na dobičkonosnost sredstev in kapitala podjetja.

V sklepnem poglavju bom povzel vse bistvene ugotovitve diplomske naloge, temu poglavju pa sledi še pregled uporabljenih virov in literature.

2 Financiranje podjetja z navadnim lastniškim kapitalom

Med lastniški kapital štejemo navadne in prednostne delnice. Prednostne delnice so hibridni instrument med obveznicami in delnicami, nosijo namreč obveznost (ne brezpogojno) izplačila dividend, nimajo pa glasovalne pravice.

2.1 Sestavine navadnega lastniškega kapitala

Navadni lastniški kapital je sestavljen iz več delov. Osnovni kapital predstavlja nominalno vrednost zbranega lastniškega kapitala. Vplačani presežek se pojavi, ko družba ob izdaji za delnico dobi več, kot znaša nominalna vrednost delnice. Celotni znesek vplačanega presežka znaša ravno zmnožek razlike med dejansko plačano ceno in nominalno vrednostjo delnice s številom delnic. Naslednjo sestavino predstavljajo rezerve, ki jih družbe oblikujejo z namenom povečanja vrednosti podjetja. O oblikovanju rezerv odloča skupščina delničarjev. V primeru slabih gospodarskih razmer lahko rezerve predstavljajo blažilec za kritje izgube tekočega leta. V primeru dobička, ugotovljenega v izkazu uspeha, pa lahko družba skladno s politiko dividend del dobička razdeli delničarjem v obliki izplačila dividend, del pa zadrži; ta znesek v bilanci stanja predstavlja preneseni čisti dobiček.

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») so lastniški

vrednostni papir, ki se glasi na prinosnika ali na ime. 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) in prednostne delnice (Preferred Stock).

2.2 Pravice navadnih delničarjev

Imetniki navadnih delnic imajo naslednje pravice (Berk, 2004, str. 190-191):

- 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.

2.3 Prednosti in pomanjkljivosti financiranja z navadnimi delnicami

Financiranje z navadnimi delnicami prinaša podjetju, ki jih izda, tako prednosti kot pomanjkljivosti. Prednosti so (Berk, 2004, str. 192-193):

- Ni pogodbene obveznosti za izplačevanje dividend
Lastniki se lahko na skupščini prosto odločajo o izplačilu dividend in zadržanju dobičkov. V primerjavi z dolgom, kjer je plačilo obresti pogodbeno določeno, neizplačevanje dividend ne privede do stečaja.
- Ni datuma dospelja
Navadnih delnic družba ni dolžna odkupiti oziroma vrniti razen v primeru likvidacije.
- Zaščita upnikov podjetja pred izgubami
V primeru neizpolnjevanja obveznosti do upnikov navadni lastniški kapital predstavlja vir za poravnavo obveznosti do upnikov.
- Možnost ugodnejše prodaje v primerjavi z obveznicami
Nekateri investitorji si želijo visoke donose in pristanejo tudi na večje tveganje, ki ga prinašajo navadne delnice v primerjavi z obveznicami. Poleg tega pa imajo delnice boljšo zaščito pred visokimi stopnjami inflacije. Prihodki in posledično tudi dobiček so v tekočih

cenah, ki že vsebujejo inflacijski vpliv, torej se ta vpliv prenese tudi na višje cene delnic, medtem ko obveznice na drugi strani prinašajo le fiksne denarne tokove iz naslova kuponskih obresti in glavnice in imajo vgrajeno neko pričakovano stopnjo inflacije.

- Rezerve za prihodnje zadolževanje

Navadni lastniški kapital okrepi moč podjetja, kar posledično omogoča lažji dostop do dolžniškega financiranja.

Pomanjkljivosti izdajanja navadnih delnic za podjetje so (Berk, 2004, str. 190-191):

- Izguba nadzora nad podjetjem

Če družba izda nove delnice in obstoječi lastniki ne odkupijo deležev v višini obstoječih deležev, le-ti izgubijo del glasov in s tem nadzor nad podjetjem.

- Nižji dobiček na delnico (EPS)

Dobiček se deli na večje število delnic, kar za posledico prinaša nižji dobiček na delnico (EPS-earning per share).

- Stroški izdaje

Za izdajo navadnih delnic investicijske banke zaračunajo najvišje stroške izmed vseh vrednostnih papirjev, saj je z njimi povezano najvišje tveganje.

- Višji stroški kapitala

Lastniki delnic zahtevajo višje donose, ker so izpostavljeni večjemu tveganju. Večji ko je delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu podjetja, večji je vpliv tega stroška na celotne stroške kapitala oziroma tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC).

- Dividende niso odbitna postavka

Dividende niso odbitna postavka pri ugotavljanju davčne osnove, gre torej za dvojno obdavčitev najprej na ravni podjetja (dobiček) in nato še na ravni posameznika (dohodnina).

- Padec cene delnice

Ob izdaji novih delnic lahko pride do negativnih signalov zaradi asimetrije informacij, kar privede do padca cen delnic.

3 Primarna izdaja lastniških vrednostnih papirjev

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

3.1 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.

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.

3.2 Postopek javne ponudbe 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

Pomembno je, da se podjetje odloči za izdajo tistih vrst delnic, ki so najbližje interesom sedanjih lastnikov podjetja. Vrednost celotne izdaje je odvisna od zelenih 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. 2/07).

- 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.

3.3 Prednosti in slabosti javne ponudbe delnic

Podjetje pri izdajanju delnic lahko izbira med javno in nejavno ponudbo delnic. Glavne prednosti javne ponudbe so (Berk, 2004, str. 194-195):

- Razpršitev premoženja obstoječih delničarjev

Pri zaprtih delniških družbah so pogosto, zaradi širjenja poslovanja in značilnosti zagotavljanja dodatnih sredstev, obstoječi lastniki s svojim premoženjem izpostavljeni dejavnikom tveganja obstoječe dejavnosti. Z odločitvijo o javni ponudbi pridobijo možnost zmanjšanja izpostavljenosti in tveganja njihovega premoženja, saj lahko del naložbe prodajo in kupijo deleže v podjetjih, ki poslujejo v drugih dejavnostih.

- Povečanje poznavanja in ugleda podjetja

Skozi javno lastništvo delnic in publiciteto postane podjetje bolj poznano. Z javno ponudbo delnic ob ustrezni promociji lahko delničarji iztržijo višjo ceno kot prek omejenih privatnih vložkov.

- Otežen prenos lastništva

Pri zaprtih delniških družbah je prenos lastništva zelo otežen, saj je v primeru želje po prodaji težko najti kupca za to naložbo. Če pa se najde kupec, pa nastane problem vrednotenja podjetja.

- Povečanje likvidnosti delnic

- Olajšano pridobivanje dodatnih finančnih sredstev za poslovanje

Izdaja delnic oblikuje in poveča potrebno kapitalsko osnovo podjetja, kar naj bi v prihodnosti omogočilo podjetju, da zbira lastniški ali dolžniški kapital ob ugodnejših pogojih in da ima več alternativ za nadaljnje financiranje.

- Možnost za združitve in pridobitve tržnih deležev z zamenjavo delnic

Številna podjetja načrtujejo razvoj in širitev svojih dejavnosti prek združitvev ali pridobitev tržnih deležev drugih podjetij. Podjetje tako lažje financira kapitalske spremembe, saj lahko namesto gotovine ponudijo svoje lastne delnice.

- Določitev vrednosti podjetja na trgu

Delničarji lahko vsak dan v dnevnem časopisju spremljajo vrednost delnice in vrednost celotne javne delniške družbe.

- Pritok novih idej, predlogov in inovacij

Prispevek novih delničarjev je lahko tudi v obliki novi idej, predlogov in inovacij.

Javne ponudbe vrednostnih papirjev pa imajo tudi slabosti, ki so (Berk, 2004, str. 194-195):

- Stroški poročanja

V skladu z ureditvijo trgovanja z vrednostnimi papirji morajo javne delniške družbe redno poročati Agenciji za trg vrednostnih papirjev, Borzi in širši javnosti, kar je zelo drago, še posebej za manjše korporacije.

- Razkritje podatkov

Poleg poročanja so družbe zaradi ugotavljanja informiranosti investitorjev zavezane razkriti podatke o poslovanju, ki so na vpogled konkurenci. Poleg tega managementu in lastnikom tudi ne ustreza javna razgrnitev njihovega premoženja.

- Onemogočanje poslov za osebno korist

V primerjavi z organiziranostjo v obliki zaprte delniške družbe je precej težje izvajati vprašljive transakcije, kot so visoke plače, nepotizem, osebne transakcije z družbo ipd. Če gre za zgolj transakcije managerjev, se ta pomanjkljivost spremeni v prednost.

- Nelikvidnost izdaje zaradi neaktivnega trga

Likvidnost trga je odvisna od več dejavnikov, predvsem za majhne korporacije pa velja več omejitev. Premalo je investitorjev, ki bi bili zainteresirani za spremljanje in analiziranje korporacije, kar pomeni, da so lahko tržne cene različne od dejanskih vrednosti delnice. Pri majhnih izdajah ne sodelujejo niti institucionalni investitorji, če pa že, obstaja nevarnost prevelikega obsega transakcij glede na vrednost izdaje, kar prav tako pomeni trgovanje po cenah, ki so daleč od notranje vrednosti.

- Nadzor in možnost prevzema

Pri odprtih (javnih) delniških družbah mora management, ki nima nadzornega deleža, paziti na ohranjanje lastniške strukture. V zadnjem času namreč pogosto prihaja do boja za zastopnika, ki lahko pripelje do nove strukture nadzornih svetov in posledično menjave v upravi podjetja. Zaradi tega dejstva se management raje odloči za povečanje kratkoročnih dobičkov, kar ugaja lastnikom, na škodo dolgoročnega stabilnega in donosnejšega poslovanja. Zaradi težav z nadzorom se lahko management odloči, da sam ali v sodelovanju z zunanjimi

akterji izpelje managerski odkup, kjer se le-ta močno zadolži ter odkupi lastniške deleže preostalih delničarjev.

4 Udeleženci pri izdaji

Ne glede na usposobljenost posloводства in kvaliteto zaposlenih strokovnjakov v podjetju obstajajo vedno področja v poslovnem procesu, kjer podjetje potrebuje zunanje sodelavce za doseg svojih ciljev. V procesu izdajanja novih delnic so nujni neodvisni svetovalci, ki lahko objektivno sodelujejo v pogajanjih med vodstvom podjetja in ostalimi udeleženci.

4.1 Posloводство podjetja

Posloводство podjetja predstavlja interni del skupine, ki uresničuje naloge, potrebne za izdajo delnic. Na podlagi zaupanja v posloводство podjetja se kasneje odločajo investitorji za nakup delnic. Med nefinančnimi kriteriji se v ospredju pojavljata kriterija usposobljenosti in zaupanja.

4.2 Nadzorni svet

Nadzorni svet ima številne formalne in neformalne zadolžitve. Primarna formalna naloga nadzornega sveta je spremljanje in nadzorovanje izvajanja poslovnega načrta, usmerjanje in potrjevanje predlogov vodstva, nadzor organov v podjetju. Poleg naštetih formalnih funkcij ima nadzorni svet še številne neformalne funkcije, kot so svetovanje vodstvu, lobiranje, sodelovanje na pogajanjih, podpora vodstvu pri izvrševanju načrtov ...

Priporočljivo je, da so člani nadzornega sveta zunanji neodvisni strokovnjaki iz različnih področij.

4.3 Revizorji

Zakon o gospodarskih družbah (ZGD, 2006) predpisuje obligacije delniških družb, med katerimi je tudi letna revizija. V skladu s pravilnikom borze in Zakonom o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1, 2006) je potrebna uspešno opravljena revizija pred izdajo delnic. Izbor revizorjev je odločujoč za nadaljnje zaupanje investitorjev. Z dobro izbiro revizorjev se doseže dvojni učinek: dobro poznavanje podjetja, ki bo izvedlo postopek izdaje delnic, in povečanje njegovega ugleda na trgu. Poročila revizorjev so namenjena direktorjem podjetja in direktorjem posredniške banke. Poleg poročil za objavo v prospektu izdelajo še dolgoročna poročila, ki niso vključena v prospekt. Ta dolgoročna poročila zajemajo poleg opisa finančnega položaja še opis njegovega poslovanja, uprave, lahko pa izdelajo še določena poročila o spremembah, ki naj bi jih uvedlo podjetje.

Poleg izdelave poročila imajo revizorji še naslednje vloge in odgovornosti: utemeljevanje in preverjanje planiranega dobička podjetja, preverjanje poročil o posojilih, drugih možnih obveznostih in odgovornostih, davčno svetovanje, preverjajo spoštovanje finančnih sporazumov in potrditev prospekta na splošno ter navedba predlogov oziroma potrditev izračunov in zneskov, navedenih v prospektu.

4.4 Pravniki

Naloga pravnikov v procesu izdaje delnic je pravilno izpolnjena in vložena dokumentacija, ki ustreza vsem zakonom in predpisanim določilom. Pravniki aktivno sodelujejo pri nastajanju prospekta v smislu preverjanja popolnosti vsebine, ki je predpisana v pravilniku borze ter Agencije za trg vrednostnih papirjev.

4.5 Investicijska banka

Podjetja pri izdaji vrednostnih papirjev za opravljanje finančnih storitev najamejo investicijsko banko, specialiste za trg kapitala. Njihove naloge se nanašajo na določanje: potrebne zneska financiranja, tipa vrednostnih papirjev, vrednosti podjetja, ponudbene cene za vrednostne papirje in vzdrževanje trga. Investicijska banka je zadolžena, da v javnosti predstavlja in promovira izdajo, ker lahko v nasprotnem primeru pride do nezadostnega vpisa ali prenizke cene delnic.

4.6 Borzni posredniki

Pri izdaji delnic je zaželeno, da ima podjetje svojega borznega posrednika. Njegova naloga je, da sestavi prošnjo za kotacijo delnic na trgu in vzpostavlja stike s potencialnimi investitorji. Borzni posrednik naj bi spremljal potencialne delničarje, ocenjeval njihov interes do izdaje, da bi lažje svetoval podjetju, kakšna naj bo cena izdanih delnic.

4.7 Ocenjevalci

Poročilo o vrednosti podjetja, ki ga izdelajo ocenjevalci, lahko pomembno vpliva na izdajo. Vrednost podjetja je ponavadi vključena v prospekt, zato je pomembno, da podatki oziroma informacije niso prestari. Podjetje, ki gre v postopek izdaje delnic, mora oceniti vrednost svojega podjetja in si izbrati ocenjevalca, ki je neodvisen od podjetja in cenjen v svoji stroki.

Poleg zgoraj naštetih udeležencev pri izdajah delnic si lahko podjetje pomaga tudi s svetovalci za ostala področja. Ti svetovalci so lahko še razne oblikovalske agencije, svetovalci za odnose z javnostmi ... Vendar je vse to pogojeno s stroški, podjetja pa imajo omejene finančne vire.

5 Izdaja lastniških vrednostnih papirjev v Sloveniji

5.1 Pravna podlaga

Pravno podlago za primarno izdajo lastniških vrednostnih papirjev v Sloveniji določa Zakon o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ZTVP), sprejet leta 1999, s kasnejšimi spremembami, dopolnili in prilagoditvami evropskim standardom. Zadnjo večjo spremembo je doživel zakon leta 2006 (Uradni list RS, št. 51/06). Glavni razlog za pripravo in sprejetje zadnje novele je prenos direktive o prospektu¹.

Osnovni namen direktive o prospektu je dvojen, in sicer na eni strani povečati učinkovitost trgov z določitvijo t.i. potnega lista, ki izdajateljem omogoča pridobivanje kapitala po celotni EU brez potrebe po nadaljnjih postopkih pridobivanja soglasij, na drugi strani pa zagotovitev varstva investorjev z določanjem visokih standardov razkritja pomembnih informacij pri javni ponudbi oziroma sprejetju vrednostnih trgov v trgovanje na organiziranem trgu EU.

Omenjeni zakon določa vrednostne papirje in postopke njihovih izdaj. Za nadzor nad izvajanjem ZTVP v primeru javne ponudbe vrednostnih papirjev na primarnem trgu je pooblaščen Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATPV), ki ima nalogo zagotoviti spoštovanje vseh predpisov in postopkov, ki so predpisani za izvedbo javne ponudbe.

5.2 Postopek javne izdaje delnic v Sloveniji

ZTVP določa, da je javna ponudba vrednostnih papirjev sporočilo osebam v kakršni koli obliki in na kakršen koli način, ki vsebuje dovolj informacij o pogojih ponudbe in ponujenih vrednostnih papirjih, da se lahko investitor odloči za nakup ali vpis teh vrednostnih papirjev (ZTVP-1, 2006, 7. člen). Postopek in pogoji za izvedbo javne ponudbe vrednostnih papirjev so prav tako določeni v omenjenem zakonu. Pogoje za javno ponudbo lahko strnemo v naslednje točke:

- pridobitev dovoljenja Agencije za javno ponudbo,
- prospekt za javno ponudbo,
- javna objava poziva za vpisovanje in vplačevanje vrednostnih papirjev,
- postopek vpisovanja in vplačevanja vrednostnih papirjev,
- objava podatkov o vpisanih in vplačanih vrednostnih papirjih,

¹ Direktiva 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. 11. 2003 o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje, in o spremembi direktive 2001/34/ES. V zvezi z direktivo o prospektu je treba omeniti še uredbo 809/2004 o izvajanju direktive 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta o informacijah, ki jih vsebujejo prospekti, in o obliki prospektov, vključitvi informacij s sklicevanjem in objavi teh prospektov in razširjanju oglaševanj, ki je natančneje določila vsebino in obliko prospekta.

- uspešnost javne ponudbe,
- nadzor nad izvajanjem javne ponudbe opravlja ATVP.

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

Po ZTVP mora izdajatelj pred objavo javne ponudbe pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za prvo javno ponudbo. Podlaga za pridobitev tega dovoljenja je pisna zahteva, ki jo predloži ATVP. V zahtevi morajo biti s strani izdajatelja navedeni naslednji podatki: firma, sedež in matična številka izdajatelja (razen v primeru ustanovitve delniške družbe), vrednost celotne izdaje, zneske, na katere se glasijo vrednostni papirji, in pravice, ki izvirajo iz vrednostnih papirjev.

Poleg pisne zahteve pa mora izdajatelj predložiti še naslednje dokumente: dva izvoda osnutka prospekta za javno ponudbo z vsebino, poročilo o revidiranih letnih računovodskih izkazih in poročilo o revidiranih konsolidiranih letnih računovodskih izkazih 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), 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 ter dokumentacijo, iz katere izhaja, da je zahtevka za izdajo dovoljenja utemeljen.

ATVP pregleda zahtevo in obvesti izdajatelja o svoji odločitvi o potrditvi ali zavrnitvi prospekta v desetih delovnih dneh po prejemu popolne zahteve za izdajo odločbe o potrditvi prospekta; rok se lahko podaljša na dvajset delovnih dni v primeru, ko se javna ponudba nanaša na izdajatelja, katerega vrednostni papirji še niso sprejeti v trgovanje na organiziranem trgu in jih še nikoli prej ni ponudil javnosti.

Izdajatelj mora najkasneje sedem dni pred pričetkom javne ponudbe predložiti ATVP dokončno oblikovan prospekt. Le-ta se razen v možnih izjemah ne sme razlikovati od že odobrenega prospekta ob izdaji dovoljenja ATVP. Če pride do sprememb, mora izdajatelj pred uveljavljanjem teh sprememb in pred začetkom javne ponudbe obvestiti ATVP.

Vpisovanje javno ponujenih vrednostnih papirjev mora potekati v bankah oziroma borzno posredniških družbah, ki so pooblaščenice s strani izdajatelja, in sicer na vpisnih mestih, ki so določena v prospektu. Vplačevanje vrednostnih papirjev pa poteka samo pri bankah. Pred samim začetkom postopka za vpisovanje in vplačevanje vrednostnih papirjev mora izdajatelj objaviti javni poziv za vpisovanje in vplačevanje vrednostnih papirjev. Poziv mora biti objavljen: v dnevnem časopisu, ki izhaja na znatnem ozemlju Republike Slovenije oziroma države članice, če se vrednostni papirji tam ponujajo, brezplačno dostopen v pisni obliki na sedežu izdajatelja in na vseh mestih za vpisovanje in vplačevanje ali pa v elektronski obliki na

spletni strani izdajatelja. Vsebovati pa mora 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 v tridesetih dneh po pridobitvi dovoljenja za javno ponudbo. Če celotne obveznosti izdajatelja zapadejo v manj kot 12 mesecih, lahko prične s postopkom vpisovanja in vplačevanja po preteku 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 v tem času vpisanih vsaj 80 % in vplačanih vsaj 50 % vseh ponujenih vrednostnih papirjev, lahko ATVP na zahtevo izdajatelja podaljša rok za vpisovanje in vplačevanje za največ dva meseca. Vrednostnih papirjev, ki niso bili vpisani v roku, po preteku tega roka ni mogoče več vpisovati.

Javna ponudba je uspešna, če je v predpisanem roku vpisanih in vplačanih najmanj 80 % vseh s prospektom ponujenih vrednostnih papirjev, razen če izdajatelj v prospektu določi višji prag uspešnosti. Izdajatelj mora najkasneje v sedmih dneh po izteku roka za vpis in vplačilo vrednostnih papirjev obvestiti ATVP 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 ATVP sklep o uspešnosti javne ponudbe. Če javna ponudba ni uspešna, mora izdajatelj vrniti vplačane zneske.

Izdajatelj pa mora najkasneje v treh dneh po prejemu odločbe ATVP o uspešnosti javne ponudbe objaviti podatke o uspešnosti javne ponudbe in vpisanih ter vplačanih vrednostnih papirjev.

5.2.1 Prospekt

Prospekt za javno ponudbo ali sprejem vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu je pisni dokument s podatki, ki glede na naravo izdajatelja in vrednostnih papirjev, ki se javno ponujajo ali sprejemajo v trgovanje na organiziranem trgu, omogočajo kupcu vrednostnih papirjev pravilno oceno stanja izdajatelja ali garanta ter vpogled v njegov pravni in finančni položaj, poslovne možnosti in pravice, ki izhajajo iz vrednostnega papirja. Ti podatki morajo biti predstavljeni v pregledni in razumljivi obliki.

Prospekt je potrebno objaviti pred prvo javno prodajo vrednostnih papirjev na podlagi javne ponudbe, razen če gre za katero izmed dovoljenih izjem, ki se nanašajo na (ZTVP-1, 2006, 18. člen):

a) Vrsto javne ponudbe, kot denimo:

- Ponudbe vrednostnih papirjev izključno dobro poučenim investitorjem,

- Ponudbe vrednostnih papirjev, ki so namenjeni manj kot sto vnaprej znanim fizičnim ali pravnim osebam, ki niso dobro poučeni investitorji in imajo stalno prebivališče ali sedež v RS ali v vsaki posamezni drugi državi članici,
- Ponudbe vrednostnih papirjev, ki so namenjene vnaprej znanim osebam, ki se zavežejo, da bo vsaka od njih odkupila vrednostne papirje, ki so predmet ponudbe v skupnem znesku najmanj 50.075€.

b) Vrsto vrednostnih papirjev pri javni ponudbi:

- Delnice, ki so zamenjava za že izdane delnice istega razreda, če izdaja takih delnic ne pomeni povečanja kapitala,
- Nadomestni vrednostni papirji po zakonu o prevzemih, če je na voljo dokument s podatki, ki se lahko štejejo za enakovredne podatkom iz prospekta,
- Vrednostni papirji, ki so ponujeni, zagotovljeni ali naj bi se zagotovili v zvezi z združitvijo, če je na voljo dokument s podatki, ki se lahko štejejo za enakovredne podatkom iz prospekta.

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 2003.

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. Poleg omenjenih prilog podjetje, ki izdaja vrednostne papirje, izbere še ustrezno prilogo glede na dejavnost, ki jo opravlja. V primeru, ko gre za finančno organizacijo, se uporabi Prilogo 9, za nefinančno organizacijo Prilogo 10 in za lokalne skupnosti se uporablja Priloga 11.

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 ATVP.

Drugi del, Priloga 5 in ena izmed prilog 9, 10, 11, odvisno za katero vrsto organizacije gre², 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, 2003).

- 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 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).

- 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

² V nadaljevanju bom predstavil primer, ko izdaja delnice nefinančna organizacija.

(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 strokovnjake³ 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 ATVP, saj si s tem lahko znižajo stroške morebitnih popravkov prospekta.

5.3 Postopek nejavne ponudbe vrednostnih papirjev v Sloveniji

ZTVP (2006, 18. člen) navaja primere, v katerih javna ponudba ob prvi prodaji vrednostnih papirjev ni potrebna. Javna ponudba delnic ni potrebna v naslednjih primerih:

- 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 20.865 €,
- 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 ATVP, da se prodaja opravi brez javne ponudbe.

Za nejavno ponudbo vrednostnih papirjev ni potrebno pridobiti dovoljenja ATVP, vendar pa mora izdajatelj ATVP 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 ATVP.

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. Poleg tega pa izdajatelj dobi neko garancijo od investitorjev za določeno vsoto denarja, ki je v

³ Udeleženci pri izdaji so opisani v četrtem poglavju.

postopku javne ponudbe lahko negotova zaradi neuspešne javne ponudbe. Nejavna ponudba vrednostnih papirjev pa omogoča tudi manipuliranje z lastniškimi deleži, saj omogoča določenemu krogu oseb, da prevzamejo nadzor nad podjetjem s pomočjo novo izdanih delnic.

Ostale prednosti izdaje vrednostnih papirjev z zaprto ponudbo in poznejše pridobitve dovoljenja za organizirano trgovanje so tudi 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).

5.4 Prednostna pravica

Pri povečanju osnovnega kapitala je prednostna pravica do novih delnic eden ključnih institutov. Poleg pravice do dela dobička in pravice do ustreznega dela preostalega premoženja po likvidaciji ali stečaju družbe je prednostna pravica do novih delnic tretja premoženjska pravica delničarjev.

5.4.1 Pomen prednostne pravice

Prednostna pravica do novih delnic je premoženjska pravica delničarjev. Gre namreč za pravico dotedanjih delničarjev, da lahko v sorazmerju s svojimi deleži v osnovnem kapitalu prednostno odkupijo na novo izdane delnice v primeru povečanja osnovnega kapitala družbe. S tem se onemogoča novim vlagateljem vstop v lastniško strukturo podjetja.

Prednostna pravica ima tudi zaščitno funkcijo za obstoječe delničarje. V primeru, da obstoječi lastniki podjetja ne bi imeli možnosti sodelovati pri povečanju osnovnega kapitala, bi lahko utrpeli relativno zmanjšanje svoje udeležbe v lastniški strukturi, kar posledično pomeni zmanjšanje vpliva oziroma oslabitev glasovalne pravice. Če prednostne pravice ne bi bilo, oziroma bi bila le-ta s sklepom skupščine vedno izključena, bi to na delničarja učinkovalo kot postopna izključitev iz družbe.

Prednostna pravica pa ima tudi ekonomski pomen za delničarje in podjetje. Ob izdaji novih delnic pride do večjega skupnega števila izdanih delnic, kar ima za posledico padec cen starih delnic. V povprečju cene delnic padejo za okoli 15 %, lahko pa je padec tudi bolj občuten. Padec cen nima učinka na stare-obstoječe delničarje, saj so prejeli pravico, ki nadomesti izgubljeno vrednost delnice. Lastniki podjetja imajo možnost potrditi svoje lastništvo in odkupiti novo izdane delnice po nižji ceni, kot je na trgu, s čimer kompenzirajo izgubo, ki so je deležni zaradi nižje cene starih delnic. Izdaja delnic s prednostno pravico pa ima tudi pozitiven učinek na stroške podjetja, ki se bistveno zmanjšajo v primeru, ko se vse delnice izdajo s prednostno pravico.

Pomen prednostne pravice na delničarja je razviden iz naslednjega primera (Ross, 1998, str. 510-513).

Predpostavimo, da imamo podjetje X, ki izdaja nove delnice. Podjetje ima izdanih 1 mio delnic, njihova tržna cena (market price) je \$20. Podjetje namerava pridobiti za \$5 mio novih sredstev, kjer bo cena nove delnice \$10 (subscription price) z izdajo 500.000 novih delnic. Vsak lastnik delnice ima po eno pravico na delnico, se pravi, da imamo skupaj 1 mio pravic, kolikor imamo tudi delnic. Za določitev, koliko pravic potrebujemo za eno novo izdano delnico, moramo deliti število obstoječih delnic s številom novih delnic.

V našem primeru mora delničar imeti dve delnici, da lahko kupi eno novo izdano delnico. Če vsi obstoječi delničarji izkoristijo prednostno pravico, podjetje poveča svoj osnovni kapital za \$5 mio. V takem primeru pride do oblikovanja nove cene, ki se izračuna na sledeči način:

	Vrednost dveh starih delnic	\$40
+	Vrednost ene nove delnice	\$10
	Vrednost treh delnic	\$50

Povprečna cena =: $\$50/3 = \$16,67$

Investitor ima možnost kupiti delnico po ceni \$10, čeprav je njena vrednost \$16,67. Razlika med dejansko ceno in ceno, po kateri ima investitor možnost kupiti delnico, se pravi \$6,67, predstavlja znesek, ki ga je investitor pripravljen plačati za prednostno pravico, ki pripada dvema obstoječima delnicama in omogoča pridobitev ene novo izdane delnice za \$10.

Delničar ima pri povečanju osnovnega kapitala možnost, da svojo prednostno pravico proda in zasluži \$6,67, poleg tega pa ima v lasti še vedno dve delnici, ki sta vredni \$33,33 ($2 * \$16,67$). Vrednost njegovega premoženja znaša še vedno \$40. Iz zgoraj napisanega sledi, če imajo delničarji možnost trgovati s prednostnimi pravicami, ne bodo utrpeli nobene finančne izgube zaradi povečanja osnovnega kapitala. Če pa delničarji želijo obdržati enak relativen lastniški delež podjetja, potem morajo izkoristiti prednostno pravico in dokupiti nove delnice po \$10. Lahko pa prodajo prednostne pravice in ne odkupijo novih delnic, kar pa ima za posledico manjši relativni lastniški delež v omenjenem podjetju.

Delničar izgubi vrednost prednostne pravice v primeru, ko je pasiven ali pa ne obstaja organizirano trgovanje s prednostnimi pravicami (to velja tudi za pravno ureditev v Sloveniji). Ta vrednost pripade novemu delničarju, ki vplača nove delnice. V primeru ko lastnik ne izkoristi prednostne pravice, lahko utрпи izgubo v višini \$6,67, ki je enaka ceni prednostne pravice.

5.4.2 Uveljavljanje in izključitev prednostne pravice do novih delnic

Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1, 2006) določa, da imajo obstoječi lastniki podjetja najmanj 14 dni časa za uveljavitev prednostne pravice. V primeru, da delničarji ne izkoristijo prednostne pravice, se lahko te delnice prodajo drugim zainteresiranim osebam, ki so lahko bodisi drugi delničarji bodisi osebe zunaj družbe. Delničar dobi konkretno možnost za realizacijo svoje prednostne pravice šele po sprejetju sklepa skupščine o povečanju osnovnega kapitala in izdaji novih delnic.

Razred delnice na prednostno pravico nima nobenega vpliva. Tudi v primeru, ko ima družba več razredov delnic, imajo vsi delničarji prednostno pravico do novih delnic. Pri dokapitalizaciji delniške družbe lahko lastnik podjetja uresniči svojo prednostno pravico tako, da sam poda izjavo o uveljavitvi pravice z vpisom delnice, da prednostno pravico v celoti ali delno prenese na tretjo osebo. Ta samostojna premoženjska pravica je torej lahko predmet trgovanja. Obstaja pa tudi možnost, da delničar ne stori ničesar in ne uveljavi prednostne pravice.

Do ekonomsko škode na strani delničarja pride, ko le-ta ne uveljavi svoje prednostne pravice, kadar ni razvitega trgovanja s prednostnimi pravicami (to je značilno tudi za slovensko pravno ureditev), so zneski, ki bi bili potrebni za pridobitev novih delnic, previsoki za individualne lastnike in kadar pride do izključitve prednostne pravice.

Prednostna pravica se lahko izključi deloma bodisi v celoti. Možnost izključitve prednostne pravice do vpisa novih delnic pri izdaji novih delnic omogoča ZGD. Tako kot pri vseh drugih najpomembnejših spremembah v delniški družbi je tudi pri odobritvi izključitve prednostne pravice zahtevana višja, vsaj 75-odstotna večina navzočega kapitala, lahko se zahteva tudi večja večina, če je v statutu družbe tako zapisano. Delničarji imajo torej možnost, da izključijo prednostno pravico do vpisa novo izdanih delnic.

Prednostna pravica vsebuje zaščito pred razvrednotenjem vrednosti delnic obstoječih delničarjev, saj jim omogoča udeležbo v predlaganem povečanju kapitala v sorazmerju z obstoječo udeležbo v kapitalu družbe. Slovenska zakonodaja pa dopušča tudi možnost njene izključitve. Če se delničarji prednostni pravici odrečejo, ima uprava možnost, da kadarkoli v naslednjih petih letih brez dodatnega soglasja delničarjev do 50-odstotno poveča osnovni kapital. Uprava ima možnost za do 50-odstotno povečanje, če pride do spremembe statuta, za kar pa je potrebna večina najmanj treh četrtin pri sklepanju zastopanega osnovnega kapitala. Mehanizem družbi daje pomembno prožnost pri strukturiranju zaprte dokapitalizacije. Za primerjavo navajam, da nemška korporacijska zakonodaja dopušča na skupščini izglasovane odpovedi prednostne pravice, a le za dokapitalizacije, manjše od deset odstotkov osnovnega kapitala. Ta meja je v Ameriki višja, 20-odstotna, a še vedno dosti nižja od slovenske.

6 Stroški izdaje

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 delnic.

- Drugi neposredni stroški

To so stroški izdajatelja, ki niso del odškodnine oziroma plačila prevzemnikom. Vsebujejo plačilo honorarjev, 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 ter zaposlenih, ki so vključeni v pogajanja oziroma dogovarjanja z investicijsko banko, pravniki, računovodje v procesu priprave izdajanja vrednostnih papirjev. Tu so vključeni tudi stroški prekinitev in motenja delovnega procesa v podjetju. Dejanski posredni stroški so težko izmerljivi. Predstavljajo tudi padec cen, če gre za nadaljnjo javno ponudbo delnic.

- Neobičajni donosi

Pri nadaljnjih izdajah delnic cena že obstoječih delnic po objavi nove izdaje pade za en do dva odstotka. Padec cen 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 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. Podjetju to predstavlja strošek, ker bo prevzemnik kupil dodatne delnice samo v primeru, ko bo ponudbena cena nižja od tržne cene.

Kot sem že predstavil, obstaja vrsta neposrednih in posrednih stroškov, ki jih mora podjetje, ki želi ponuditi vrednostne papirje javnosti, vračunati pri izračunu stroškov financiranja. Značilno za prve javne ponudbe je, da so provizije za prevzem javne ponudbe višje od provizij za prevzem nadaljnjih javnih ponudb.

Lee, Lochhead in Ritter (1996) v svojem članku ugotavljajo, da znašajo povprečni direktni stroški za prvo javno ponudbo delnic (IPO) 11 %, medtem ko znašajo stroški za nadaljnje javne ponudbe delnic 7,11 % vrednosti izdaje (SEO). V članku so avtorji proučevali podjetja v ZDA, ki so v obdobju od 1990 do 1994 izdajala vrednostne papirje. V omenjenem obdobju

je povprečna vrednost prve javne ponudbe znašala 24,4 milijona USD, povprečna vrednost nadaljnje javne ponudbe delnic pa 75 milijonov USD.

Tabela 1: Pregled neposrednih stroškov za podjetja v ZDA od leta 1990 do leta 1994

Znesek (v mio USD)	Prva javna ponudba delnic				Nadaljnja javna ponudba delnic			
	N	GS	E	TDC	N	GS	E	TDC
2-9,99	337	9,05	7,91	16,96	167	7,72	5,56	13,28
10-19,99	389	7,24	4,39	11,63	310	6,23	2,49	8,72
20-39,99	533	7,01	2,69	9,70	425	5,60	1,33	6,93
40-59,99	215	6,96	1,76	8,72	261	5,05	0,82	5,87
60-79,99	79	6,74	1,46	8,20	143	4,57	0,61	5,18
80-99,99	51	6,47	1,44	7,91	71	4,25	0,48	4,73
100-199,99	106	6,03	1,03	7,06	152	3,85	0,37	4,22
200-499,99	47	5,67	0,86	6,53	55	3,26	0,21	3,47
nad 500	10	5,21	0,51	5,72	9	3,03	0,12	3,15
SKUPAJ	1767	7,31	3,69	11,00	1593	5,44	1,67	7,11

Vir: Inmoo Lee, Scott Lochhead, Jay Ritter: 1996, str. 62.

Iz vzorca so izključene javne ponudbe zaprtih skladov, REIT (naložbenih skladov v nepremičnine), ameriških potrdil o lastništvu (ADR), kot tudi javne ponudbe s prednostno pravico nakupa delnic in »untit offering«. Vključene so le javne ponudbe s prevzemom s trdno zavezo, brez javnih ponudb s pomočjo »politične registracije«.

Znesek je znesek sredstev, pridobljen z javno ponudbo, N pomeni število javnih ponudb, GS »gross spread« je povprečna provizija za prevzem javne ponudbe, izražena v odstotku zneska z javno ponudbo pridobljenih sredstev, TDC so povprečni skupni neposredni stroški (vključno s provizijo za prevzem, s honorarji za pravnike in revizorje, stroški tiskanja in taks).

Chen in Ritter (2000), v svojem članku (za obdobje od 1985 do 1998) ugotavljata, da zaradi znatnega deleža fiksnih stroškov pri prevzemih javnih ponudb vrednostnih papirjev obstajajo ekonomije obsega, ki se pri nadaljnjih javnih ponudbah kažejo v postopnem padanju relativnega deleža provizije za prevzem z večanjem zneska izdanih vrednostnih papirjev. Pri prvih javnih ponudbah je med 20 in 80 milijoni USD ponujenih vrednostnih papirjev opaziti fiksno provizijo okoli 7 odstotkov. Ta provizija je v ZDA enkrat višja kot v drugih državah. Avtorja iščeta vzroke za ta pojav v kartelnem dogovoru investicijskih bankirjev, v strateškem določanju cene (znižanje provizij bi povzročilo cenovno vojno), s prevzemom javne ponudbe ponuja investicijski bankir tudi dodatne storitve, ki jih s pomočjo fiksne provizije subvencionira. Tako lahko vidimo, da podjetja izbirajo investicijske bankirje na podlagi analitskega pokrivanja in njegovega ugleda in ne na podlagi višine provizije.

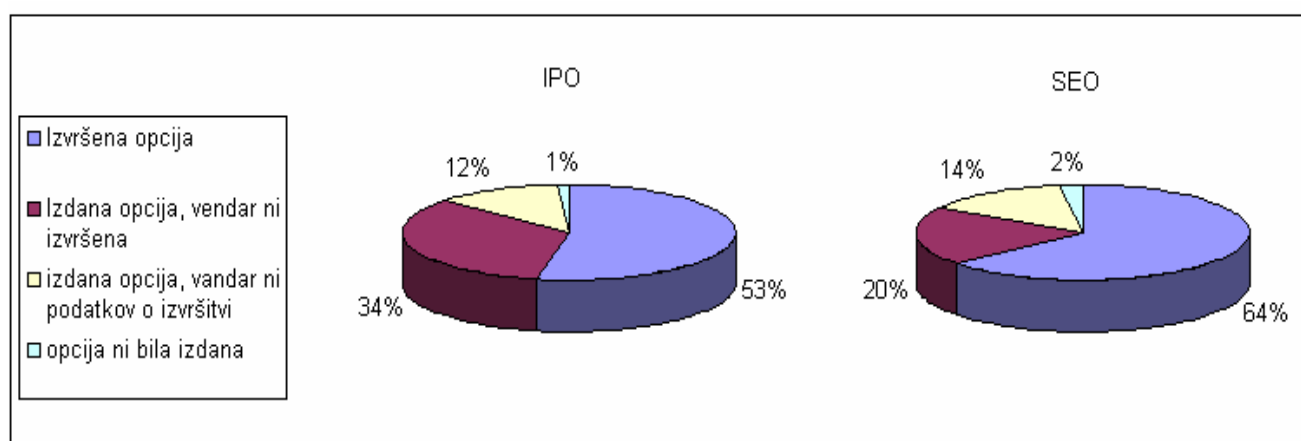
Hansen (2000) pa jima v svoji raziskavi ugovarja. Kartelni dogovor je v panogi z nizko koncentracijo in majhnimi ovirami za vstop malo verjeten. Hansen meni, da 7-odstotna provizija ni pretirano dobičkonosna, njen pojav pa pojasnjuje s hipotezo o učinkoviti pogodbi, saj investicijski bankirji še vedno tekmujejo med seboj na podlagi ugleda, storitev po zaključku prve javne ponudbe in višine podcenjenosti prve javne ponudbe.

Hansen in Terregrosa (1992) sta v svoji raziskavi opazila disekonomije obsega pri nadaljnjih javnih ponudbah, ki presegajo 100 milijonov USD. Proučevan vzorec je obsegal javne ponudbe med letoma 1978 in 1986. V nasprotju z njima pa Lee, Lochhead in Ritter (1996) niso opazili disekonomij obsega pri nadaljnjih javnih ponudbah delnic za obdobje med letoma 1990 in 1994. Izginotje disekonomij obsega so razložili s strukturnimi spremembami na trgu. Na trg je v 80-tih prišlo znatno število velikih javnih ponudb, predvsem privatizacij, na kar se je trg v 90-tih že navadil.

Največji del stroškov nadaljnje javne ponudbe delnic zajema provizija za prevzem javne ponudbe, ki je izražena kot razlika v ceni, katero plača prevzemnik javne ponudbe podjetju, in ponudbeni ceni, ki jo plačajo investitorji ob izdaji. Poleg omenjene provizije mora podjetje plačati še druge neposredne stroške, kot so honorarji pravnikov, stroški revizijskih hiš, tiskanja promocijskega materiala in vrednostnih papirjev, zraven pa sodijo še razne takse in pristojbine za izdajo vrednostnih papirjev.

Izdajatelj ima z izdajo tudi posredne stroške, tu gre predvsem za čas, ki ga managerji in ostali zaposleni namenijo uspešni izdaji vrednostnih papirjev. Eden izmed posrednih stroškov je tudi padec cen obstoječih delnic podjetja. Weston (1992, str 899) navaja tri možne razloge za ta padec cen. Prva možnost je, da trg sprejme izdajo vrednostnih papirjev kot posledico negativne spremembe v strukturi tokov notranjega financiranja. Naslednja možnost je negativni signal, ki ga prejme trg zaradi asimetričnih informacij, managerji naj bi izdajali le precenjene vrednostne papirje. Tretja možnost pa je trenutni razkorak med ponudbo in povpraševanjem na trgu.

Slika 1: Delež izdanih in izvršenih Green-Shoe opcij v ZDA za obdobje 1990-1994.



Vir: Inmoo Lee, Scott Lochhead, Jay Ritter: 1996, str.71.

Iz vzorca so izključene javne ponudbe zaprtih skladov, REIT (naložbenih skladov v nepremičnine), ameriških potrdil o lastništvu (ADR), kot tudi javne ponudbe s prednostno pravico nakupa delnic in »untit offering«. Vključene so le javne ponudbe s prevzemom s trdno zavezo, brez javnih ponudb s pomočjo »politične registracije«.

Dodaten strošek, ki lahko nastane pri izdaji vrednostnih papirjev, je »Green Shoe« opcija. Omenjena opcija daje prevzemniku izdaje možnost, da pridobi dodatne količine izdanih vrednostnih papirjev izdajatelja po ponudbeni ceni. Od leta 1983 je NASD⁴ omejil Green Shoe opcije na 15 % celotne izdaje. Green Shoe opcija je dejansko nakupna opcija, ki jo izda podjetje izdajatelj in jo prejmejo investicijski bankirji.

6.1 Stroški izdaje delnic v Sloveniji

Stroške izdaje vrednostnih papirjev v Sloveniji lahko delimo na neposredne in posredne. Izdaje novih delnic v Sloveniji so izjemno redke, kar je posledica majhnosti oziroma majhnega trga kapitala. Vzorec izdaj delnic v Sloveniji je premajhen, da bi dopuščal natančnejšo analizo stroškov izdaje. Poleg tega pa so informacije zelo težko dostopne. Na podlagi tega sem se odločil, da navedem pomembnejše neposredne stroške, ki spremljajo vsako javno ponudbo delnic v Sloveniji in so do neke mere »standardni«.

Podjetje mora ob izdaji delnic poravnati stroške KDD (klirinško depozitna družba), stroške ATPV in stroške investicijskega bankirja.

6.1.1 Stroški KDD

Po 6. členu Tarife za nadomestilo za storitve v zvezi z nematerializiranimi vrednostnimi papirji (Uradni list RS, št. 117/02) obračunava KDD enkratno pristopnino ob izdaji vrednostnega papirja za izdajo registra imetnikov vrednostnega papirja in letno nadomestilo za vodenje registra imetnikov vrednostnega papirja. Za vrednostne papirje znaša enkratna pristopnina 429,81 €.

Letno nadomestilo za vodenje registra imetnikov delnic znaša 0,011 % osnovnega kapitala in 0,21 € na delničarja ali 0,15 € za družbe, ki ustrezajo naslednjim kriterijem, so uspešno izvedle postopek javne ponudbe delnic, so pridobile dovoljenje za nadaljnjo javno prodajo delnic, so izvedle javno prodajo delnic v postopku lastninskega preoblikovanja in se z njihovimi delnicami trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Vendar znesek ne sme biti manjši od 650,98 €.

6.1.2 Stroški ATPV

Taksa za izdajo dovoljenja za prvo javno ponudbo vrednostnih papirjev znaša 0,1 % nominalne vrednosti celotne izdaje, vendar ne manj kot 1.200 € in največ 6.000 €. Medtem ko znašajo stroški za izdajo odločb glede dovoljenja za javno ponudbo zaradi nadaljnje prodaje

⁴ »National Association of Securities Dealers«.

vrednostnih papirjev (ZTVP-1, 2006, 59. člen), za podaljšanje roka za vpisovanje in vplačevanje vrednostnih papirjev na podlagi javne ponudbe (ZTVP-1, 2006, 33/2. člen) in za izdajo soglasja, da se prva prodaja vrednostnih papirjev opravi brez javne ponudbe vrednostnih papirjev (ZTVP-1, 2006, 18/6. člen) 800 €. Za odločbo, s katero ATPV pojasni, ali je bila javna prodaja uspešna ali neuspešna, mora podjetje plačati takso v višini 200 €.

Sluga v svojem članku, ocenjuje višino neposrednih stroškov izdaje delnic v nominalni vrednosti 4.658.313 € (milijarda SIT) v razponu od 33,5 tisoč do 46,2 tisoč €, kar pomeni med 0,72 in 1 odstotkom nominalne vrednosti izdaje. Za izdaje v nominalni vrednosti 23.291.564 € (pet milijard SIT) ocenjuje stroške med 66.6 tisoč in 79.3 tisoč € oziroma izraženo v odstotkih med 0,29 in 0,34 odstotka nominalne vrednosti izdaje. Če tem stroškom dodamo še strošek investicijskega bankirja, ki znaša med 2 in 3 odstotke, dobimo približno oceno za neposredne stroške javne ponudbe delnic v Sloveniji.

Tabela 2: Stroški javne ponudbe v Sloveniji v €

VRSTA STROŠKA	NOMINALNA VREDNOST IZDAJE 4.658.313 €	NOMINALNA VREDNOST IZDAJE 23.291.564 €
Tarifa ATPV	4.658	6.987
Tarifa KDD	13.989	44.734
Stroški ocene kreditnega tveganja	N/A	N/A
Pravni stroški	1211-2422	1.211-2.422
Stroški predstavitve vlagateljem	N/A	N/A
Stroški računovodskih poročil	N/A	N/A
Stroški skrbnika/plačilnega agenta	13.630-20.445	13.630-20.445
Stroški tiskanja prospekta	0-4.658	0-4.658
SKUPAJ	33.488-46.172	66.562-79.246
V% od nominalne vrednosti izdaje	0,72%-0,99%	0,29%-0,34%

Vir: Sluga 2001.

* Vsi zneski so preračunani s SIT v € po tečaju 214,67 SIT za €, ki je veljal ob izdaji članka.

Osvald (1999) navaja še naslednje stroške, ki jih imajo izdajatelji ob prvi izdaji delnic. Poleg stroškov promocije in revizorja mora izdajatelj računati še na stroške oblikovanja statuta podjetja v obliki notarskega zapisa, sodno takso za vpis v sodni register ter morebitne stroške ob sklicu skupščine delničarjev.

7 Pregled primarnega trga vrednostnih papirjev v Sloveniji med letoma 1994 in 2005

V obdobju pred letom 1994 je imelo Ministrstvo za finance funkcijo urejanja primarnega trga, s sprejetjem ZTVP leta 1994 so pristojnosti za izdajo vrednostnih papirjev prešle z Ministrstva za finance na ATVP. Temeljne naloge ATVP so opravljanje nadzora ter izvrševanje drugih nalog in pristojnosti, določenih z zakoni in na njihovi podlagi izdanimi predpisi, z namenom zagotoviti spoštovanje teh predpisov ter s tem ustvariti pogoje za učinkovito delovanje trgov vrednostnih papirjev in zaupanje vlagateljev v te trge.

Trg kapitala v Sloveniji je v primerjavi z razvitimi državami majhen in nepomemben. Na trg kapitala in njegov razvoj v Sloveniji je v preteklosti najbolj vplivalo lastninjenje, ki je potekalo obdobju od 1994 do 1997, in izdajanje vrednostnih papirjev s strani bank. Danes večina delnic, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, izvira iz obdobja lastninskega preoblikovanja in sekundarni trg predstavlja le medij za konsolidacijo lastništva.

V Sloveniji je primarni trg podjetniških vrednostnih papirjev slabo razvit. Na nerazvitost je vplivala predvsem majhnost, poleg tega pa je opazna tudi prevlada bank, ki so trg v preteklosti uporabljale predvsem za izpolnjevanje zahtev Banke Slovenije v zvezi z jamstvenim kapitalom (izdajale so delnice in podrejene obveznice). Večina delnic izvira iz lastninskega preoblikovanja, javno prodajo je uporabilo 125 podjetij (Sluga, 2001), česar pa ne moremo šteti za prave primarne ponudbe, saj podjetja niso pridobila dodatnih sredstev, kar je namen izdaje lastniških vrednostnih papirjev, ampak so le dobila znanega lastnika.

Posledice tega pa so danes vidne na primarnem in sekundarnem trgu. Strokovnjaki menijo, da se sekundarni trg dokaj dobro razvija, medtem ko primarni trg stagnira. Za nadaljnji razvoj kapitalskega trga potrebujemo tudi stabilen in razvit primarni trg, ki posledično vpliva na sekundarnega. Glavni problem, ki je danes opazen v Sloveniji na sekundarnem trgu, je slaba likvidnost. Eden izmed razlogov za nerazvitost slovenskega primarnega trga je tudi vpliv bank. Njihov vpliv na razvoj trga kapitala v Sloveniji se kaže v tem, da banke v boju za tržni delež nudijo zelo ugodne kreditne pogoje podjetjem, ki bi bila potencialni izdajatelji vrednostnih papirjev. Banke preko svojih družb za upravljanje, ki sodijo med pomembnejše lastnike slovenskih podjetij, pritiskajo tudi na nekatere poslovne odločitve v podjetjih.

7.1 Javni primarni trg vrednostnih papirjev v Sloveniji

Na javnem primarnem trgu vrednostnih papirjev v Sloveniji med letoma 1994 in 2006 lahko opazimo prevlado bančnih vrednostnih papirjev. V omenjenem obdobju je bilo izdanih 75 vrednostnih papirjev, od tega 51 s strani bank in 24 s strani podjetij. Prevladujejo dolžniški vrednostni papirji, teh je bilo v 13 letih 38 s strani bank in 10 s strani podjetij. Največ javnih ponudb dolžniških vrednostnih papirjev bank je bilo med letoma 1994 in 1997. Skupna tržna

vrednost izdaj dolžniških vrednostnih papirjev je bila 49,3 milijarde SIT, kar pomeni, da je bila povprečna velikost izdaje 1,3 milijarde SIT. Banke so izvedle javno ponudbo delnic trinajstkrat, vendar so bile vse ponudbe izvedene v obdobju med 1994 in 1996, banke pa so na ta način zbrale 10,6 milijarde SIT. Na drugi strani so nefinančna podjetja izvedla 10 javnih ponudb dolžniških vrednostnih papirjev in 14 javnih ponudb delnic. Podjetja so zbrala z izdajo delnic 9,6 milijarde SIT, medtem ko so jih z izdajo dolžniških vrednostnih papirjev 13,2 milijarde SIT. Povprečna velikost javne izdaje dolžniških vrednostnih papirjev je znašala 1,3 milijarde SIT, delnic pa 683,1 milijona SIT. Večina javnih ponudb vrednostnih papirjev s strani podjetij je bilo izvedenih pred letom 2000.

Tabela 3: Javni primarni trg v letih 1994-2005 (tržna vrednost v mio SIT).

	BANČNI VP				VP DRUGIH IZDAJATELJEV				
	izdaja delnic		izdaja dolžniških VP		izdaja delnic		izdaja dolžniških VP		
	Št.	Tržna vred.	Št.	Tržna vred.	Št.	Tržna vred..	Št.	Tržna vred.	SKUPAJ
1994	6	8.591	5	3.488	0	0	1	4.049	16.128
1995	5	1.167	7	4.309	3	894	2	707	7.077
1996	2	888	8	8.400	1	314	1	724	10.326
1997	0	0	5	8.167	2	443	1	1.000	9.610
1998	0	0	3	3.081	1	135	1	2.000	5.216
1999	0	0	3	3.319	1	1.016	3	2.726	7.061
2000	0	0	4	9.319	1	473	1	2.000	11.792
2001	0	0	1	2.154	0	0	0	0	2.154
2002	0	0	1	3.038	0	0	0	0	3.038
2003	0	0	1	4.029	0	0	0	0	4.029
2004	0	0	0	0	1	1.500	0	0	1.500
2005	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2006	0	0	0	0	4	4.788	0	0	4788
SKUPAJ	13	10.646	38	49.304	14	9.563	10	13.206	82.719

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006, 2007, str. 4.

7.2 Nejavni primarni trg vrednostnih papirjev v Sloveniji

Za nejavno prodajo vrednostnih papirjev ni potrebno pridobiti dovoljenja ATVP, podjetja le obvestijo ATVP o nejavni ponudbi, vendar se z vrednostnimi papirji, ki so predmet nejavne prodaje, ne sme trgovati na borzi ali jih na kakšen drug način javno ponujati. V obdobju med letoma 1997 in 2006 so banke z nejavno ponudbo izvedle 30 izdaj delnic, katerih skupna nominalna vrednost je znašala 18,6 milijarde SIT, povprečna velikost izdaje pa je znašala 622,3 milijona SIT, kar je 197 milijonov SIT manj od povprečne izdaje delnic, ki so jih javno

izdale banke med letoma 1994 in 2006. Banke so z nejavnimi ponodbami dolžniških vrednostnih papirjev zbrale 346 milijard SIT, povprečna izdaja je znašala 4,6 milijarde SIT. Banke so javno ponujale delnice samo do leta 1996, nato pa so začele izdajati delnice z nejavnimi ponodbami, ki jih pred letom 1997 ni bilo. Podjetja so se za nejavno ponudbo vrednostnih papirjev odločila neprimerno večkrat kot za javno. Medtem ko so javno ponudila delnice le štirinajstkrat, so z nejavno ponudbo kar 188-krat zbirala finančna sredstva z izdajo novih delnic. Na ta način so podjetja pridobila sredstva v nominalni vrednosti 161,3 milijard SIT, tako da je bila povprečna velikost izdaje 858,2 milijona SIT. Nejavne ponudbe so bile v povprečju višje od javnih. Dolžniške vrednostne papirje so podjetja izdala 88-krat, največ leta 2001, ko je bilo izdanih 16 dolžniških vrednostnih papirjev. Podjetja so z dolžniškimi vrednostnimi papirji preko nejavne ponudbe zbrala 129,3 milijarde SIT, kar pomeni, da je povprečna izdaja v obdobju med letoma 1997 in 2006 znašala 1,47 milijarde SIT.

Tabela 4: Nejavni primarni trg v letih 1997-2005 (nominalna vrednost v mio SIT).

	BANČNI VP				VP DRUGIH IZDAJATELJEV				
	izdaja delnic		izdaja dolžniških VP		izdaja delnic		izdaja dolžniških VP		
	Št.	Nom. vred.	Št.	Nom. vred.	Št.	Nom. vred.	Št.	Nom. vred.	SKUPAJ
1997	2	558	2	1.320	19	7.929	5	819	10.626
1998	0	0	2	1.177	3	590	3	140	1.907
1999	1	418	5	7.588	20	5.658	7	2.650	16.314
2000	0	0	5	6.846	26	29.590	7	3.703	40.139
2001	6	6.263	6	12.923	18	15.092	16	11.521	45.799
2002	4	1.653	7	17.876	31	16.740	8	6.707	42.976
2003	4	1.126	11	62.098	23	8.566	12	15.506	87.296
2004	3	1.728	16	104.369	17	12.241	11	31.547	149.885
2005	6	2.597	13	101.892	15	55.544	10	49.859	209.892
2006	4	4.325	8	30.308	16	9.396	9	6.827	50.856
SKUPAJ	30	18.668	75	346.397	188	161.346	88	129.279	655.690

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006, 2007, str. 10.

7.3 Primarni trg vrednostnih papirjev v Sloveniji leta 2006

V letu 2006 je bilo javno ponujenih na primarnem trgu za 420,7 milijarde SIT vrednostnih papirjev. Največji izdajatelj je bila Republika Slovenija, ki za javno ponudbo ne potrebuje dovoljenja ATPV. V letu 2006 je Republika Slovenija izvedla 12 javnih ponudb obveznic, 12 dražb za zbiranje ponudb za nakup trimesečnih zakladnih menic, 6 dražb za zbiranje ponudb za nakup šestmesečnih zakladnih menic in 6 dražb za zbiranje ponudb za nakup

dvanajstmesečnih zakladnih menic. Podjetja so v letu 2006 izvedla štiri javne ponudbe delnic v skupni vrednosti 4,7 milijarde SIT.

V letu 2006 je ATVP prejela 37 obvestil o nejavnih ponudbah vrednostnih papirjev. Nejavnih izdaj delnic je bilo 20, katerih skupna nominalna vrednost je znašala 13,7 milijarde SIT. Banke so izdale delnice v štirih nejavnih ponudbah, katerih skupna nominalna vrednost je znašala 4,3 milijarde SIT, na drugi strani pa so podjetja izdala delnice v šestnajstih nejavnih izdajah v skupni nominalni vrednosti 9,4 milijarde SIT. Povprečna velikost nejavne izdaje bančnega sektorja v letu 2006 je znašala 1,1 milijarde SIT, medtem ko je bila povprečna velikost izdaje s strani podjetij 587 milijonov SIT.

Nejavnih ponudb obveznic v letu 2006 je bilo 17, 8 s strani bank in 9 izdaj podjetniškega sektorja. Skupna nominalna vrednost osmih nejavnih izdaj bančnih obveznic je znašala 30,3 milijarde SIT, povprečna velikost izdaje je znašala 3,8 milijarde SIT. Podjetja pa so izdala dolžniške vrednostne papirje devetkrat v skupni nominalni vrednosti 6,8 milijarde SIT.

Najpogostejši razlog za izdajo obveznic je bil zagotovitev dolgoročnih virov sredstev, nadomestitev dolgoročnih virov ali pridobitev virov z namenom uresničevanja naložbene politike. Najpogostejši razlogi za izdajo delnic so bili: povečanje osnovnega kapitala s stvarnim vložkom, povečanje osnovnega kapitala iz sredstev družbe, konverzije terjatev v delnice, izdaje delnic zaradi pripojitve in investiranje novih razvojnih programov.

8 Analiza dokapitalizacij delniških družb v Sloveniji

Podjetja se med poslovanjem srečujejo z nenehnimi izzivi, kako zadovoljiti potrebo po financiranju. Podjetja skušajo najprej zadovoljiti svoje potrebe po financiranju z notranjimi viri, šele ko so izkoriščeni vsi notranji viri financiranja, se podjetja začne ozirati po zunanjih virih financiranja, tu pa podjetja raje uporabijo financiranje z zadolževanjem. Podjetja dajejo prednost zadolževanju zaradi nižjih zahtev po razkritju informacij kot pa z izdajo novega kapitala. Razlogi za svež kapital so različni. Podjetja z izdajo novega lastniškega kapitala lahko optimizirajo bilančno sestavo virov sredstev, financirajo prevzem drugega podjetja ali kakšno večjo investicijo, za katero ne morejo pridobiti dovolj dolžniškega kapitala, lahko pa se podjetja znajdejo v finančni stiski in dokapitalizacija pomaga pri blaženju izgub. V Sloveniji prihaja do dokapitalizacij, ki služijo bolj kot financiranju podjetja spremembam lastniške strukture oziroma za kapitalsko povezovanje.

8.1 Podatki

S podatki o javnih in nejavnih ponudbah vrednostnih papirjev razpolaga ATVP, ki vodi register izdanih dovoljenj za javno ponudbo oziroma za organizirano trgovanje. Podatki o javnih ponudbah so javno dostopni in so objavljeni v letnih poročil o stanju na trgu

vrednostnih papirjev v Sloveniji, medtem ko so podatki o nejavnih ponudbah nedostopni. Zakon o trgu vrednostnih papirjev namreč natančno določa, katere podatke ATVP lahko oziroma mora objaviti kot javno dostopne. Pri tem velja, da podatki o nejavnih dokapitalizacijah delniških družb niso javni podatki, zaradi česar jih ATVP, tudi ko gre za izdelavo letnega poročila, ne objavlja z navedbo individualnih izdajateljev, ki delnice izdajo v nejavni ponudbi. Iz navedenega razloga ATVP objavlja le uskupinjene informacije o nejavnih ponudbah delnic izdajateljev, pri čemer iz omenjenih informacij izhaja, koliko izdajateljev je izvedlo nejavno dokapitalizacijo in kakšna je skupna nominalna vrednost tovrstnih izdaj.

Za analizo dokapitalizacij nefinančnih izdajateljev sem pridobil podatke od ATVP. Za javne ponudbe sem pridobil podatke iz registra izdanih dovoljenj. Podatki se nanašajo za obdobje med letom 1994 do vključno 2005. Medtem ko sem podatke o nejavnih izdajateljih in nominalni vrednosti izdaj za obdobje 2001 do 2005 pridobil od ATVP. Zavezal sem se, da bodo podatki uporabljeni izključno v akademske namene, rezultati analize pa predstavljeni v agregatni obliki, ki ne dopušča identifikacije posameznega izdajatelja oziroma ponudbe.

ATVP ni mogla posredovati podatkov za obdobje od leta 1994 do vključno leta 2000, saj s podatki pred letom 2001 ne razpolaga v obliki, ki bi jih lahko posredovala, podatki namreč niso zbrani v obliki pregleda izdajateljev z navedbo posameznih emisij, pač pa so v tiskani obliki, sestavni del katerih so tudi številni podatki, ki jih Agencija ne sme razkrivati (npr. podatki o vpisnikih vrednostnih papirjev).

ATVP je v obdobju med letoma 1994 in 2005 izdala 12 dovoljenj za javno ponudbo delnic. V tem obdobju je bilo z javno ponudbo izvedenih 10 izdaj delnic nefinančnih podjetij v Sloveniji, eno dovoljenje je bilo izdano podjetju, ki ima sedež izven Republike Slovenije, eno podjetje, ki je pridobilo dovoljenje leta 1999, pa javne ponudbe ni izvedlo.

ATVP je v obdobju od leta 1997 do leta 2005 prejela obvestilo o 172 nejavnih ponudbah vrednostnih papirjev. Od ATVP sem pridobil informacije o 79 nejavnih ponudbah v obdobju od 2001 do 2005. Nekatera podjetja so v posameznem letu izvedla več ponudb delnic. Pridobil sem podatke o 57 podjetjih, ki so v obravnavanem obdobju pridobila kapital z nejavno ponudbo vrednostnih papirjev.

V preučevan vzorec sem izbral 37 podjetij, ki so izvedla dokapitalizacijo. Nekatera podjetja so znotraj posameznega leta izvedla ponudbo novih delnic dvakrat ali celo trikrat, v vzorcu sem upošteval vsoto posameznih izdaj podjetij znotraj koledarskega leta kot eno nejavno ponudbo. Vzrok za izbor vzorca podjetij, ki so izvedla dokapitalizacijo po letu 2000, je v lažji primerljivosti.

V podatkovni bazi IBON 2006 sem pridobil finančne podatke izdajateljev vrednostnih papirjev. Omenjene podatke sem revaloriziral z letno stopnjo inflacije na konec leta 2005 zaradi lažje primerljivosti.

8.2 Analiza vzorca

8.2.1 Pregled izdajateljev po področjih delovanja glede na Standardno klasifikacijo podjetij (SKD)

Med podjetji, ki so v preučevanem obdobju izdala delnice, jih je največ delovalo na področju predelovalnih dejavnosti ter nepremičnin, najema in poslovnih storitev, teh podjetij je 9 oziroma 24,32 %, sledijo podjetja, ki se ukvarjajo z gostinstvom. Poleg omenjenih področij so v preučevanem vzorcu še podjetja, ki se ukvarjajo s trgovino, popravilom motornih vozil, prometom, skladiščenjem, zvezam, drugimi javnimi, skupnimi in osebnimi storitvami, kmetijstvom, lovom, gozdarstvom in finančnem posredništvom. Vzrok za tako visok delež podjetij, ki se ukvarjajo z nepremičninami, najemom in poslovnimi storitvami, lahko iščemo v dejstvu, da imajo omenjena podjetja kot glavno dejavnost registrirano dejavnost holdingov. Podrobnejši pregled izdajateljev glede na dejavnost je predstavljen v tabeli številka 5.

Tabela 5: področja delovanja izdajateljev delnic v preučevanem obdobju v Sloveniji glede na SKD.

SKD PODROČJE		ŠT. PODJETIJ	DELEŽ
A	Kmetijstvo, lov, gozdarstvo	1	2,70
D	Predelovalne dejavnosti	9	24,32
G	Trgovina, popravila motornih vozil	4	10,81
H	Gostinstvo	7	18,92
I	Promet, skladiščenje, zveze	4	10,81
J	Finančno posredništvo	1	2,70
K	Nepremičnine, najem, poslovne storitve	9	24,32
O	Druge javne, skupne in osebne storitve	2	5,41
SKUPAJ		37	100%

Vir: IBON 2006.

8.2.2 Povprečno število zaposlenih

Podjetja so imela v letu izdaje v povprečju zaposlenih 549 delavcev, mediana pa je znašala 135 delavcev, povprečje pa bi lahko bilo še višje, vendar se v vzorcu pojavljajo holdingi, ki imajo zelo majhno število zaposlenih, večina omenjenih podjetij zaposluje manj kot 50 delavcev.

8.2.3 Uvrščenost izdajateljev vrednostnih papirjev na organiziran trg

Med podjetji, ki so v preučevanem obdobju izdala delnice, je bilo 43,2 % takih, ki so ob izdaji novih delnic imela obstoječe delnice uvrščene na organiziran trg Ljubljanske borze, 56,8 % podjetij v vzorcu pa svojih delnic ni imelo uvrščenih na borzi ob izdaji novih vrednostnih

papirjev. Podatke o uvrščenost na organiziran trg sem pridobil na spletni strani Ljubljanske borze.

8.2.4 Finančni podatki o podjetjih

Podatke o proučevanih podjetjih sem pridobil v bazi IBON 2006. Iz baze sem za podjetja v vzorcu pridobil podatke o skupnih prihodkih, kar vključuje vse prihodke iz poslovanja, finančne prihodke in izredne prihodke, o višini celotnih sredstev podjetja, višini kapitala, podatke o čistem dobičku in dobičku pred obrestmi in davki, povečanimi za amortizacijo, in o dolgoročnem dolgu.

Skupni prihodki

Za analizo skupnih prihodkov sem se odločil, ker sem hotel dobiti kar se da realne podatke. V preučevanem vzorcu so zajeta tudi podjetja, ki so organizirana kot holdingi, njihovi prihodki iz poslovanja ne predstavljajo najpomembnejših prihodkov. Ta podjetja realizirajo večino svojih prihodkov v obliki finančnih prihodkov. Mediana skupnih prihodkov izdajateljev v letu pred izdajo delnic je znašala 11.913.720 €. Podjetja so v letu pred izdajo v povprečju zabeležila za 68.688.302 € prihodkov. Vzorčna podjetja so imela v povprečju višje skupne prihodke v primerjavi s panogo, v kateri so delovala. Podjetja v proučevanem vzorcu so imela v povprečju 2,44-krat višje prihodke kot pa je znašalo panožno povprečje.

Celotna sredstva

Podjetja so imela v letu pred izdajo v povprečju za 101.624.536 € sredstev, mediana omenjenih sredstev je znašala 31.512.523 €, standardni odklon pa 182.312.936 €. Ti podatki kažejo, da je v vzorcu več kot polovico dokapitalizacij manjših od povprečja in da so med najmanjšimi in najvišjimi vrednostmi velike razlike, razlika med najvišjo in najnižjo vrednostjo znaša več kot 925 milijonov €. Podjetja v vzorcu so imela v povprečju več sredstev v primerjavi s povprečnimi konkurenčnimi podjetji, ki so delovala v isti panogi kot proučevana podjetja. Proučevana podjetja so imela v povprečju 2,85-krat višja sredstva v primerjavi s panožnim povprečjem.

Kapital

Preučevanih 37 podjetij v vzorcu je imelo leto pred izdajo vrednostnih papirjev v povprečju 52.720.238 € kapitala, mediana je znašala 10.974.287 €. V vzorcu je največ podjetij, ki so imela med milijonom in desetimi milijoni kapitala. Le pri osmih podjetjih je vrednost kapitala presegla 100 milijonov €. Proučevana podjetja so imela v povprečju 3,08-krat višji kapital v primerjavi s panožnim povprečjem.

Čisti dobiček in EBITDA (dobiček pred obrestmi in davki, povečan za amortizacijo)

Za preučevan vzorec sem poiskal podatke o čistem dobičku pred dokapitalizacijo in o dobičku pred obrestmi in davki, povečanimi za amortizacijo (EBITDA). Kazalnik EBITDA se mi zdi bolj smiselni za primerjavo, ker podjetja delujejo v različnih panogah. Podjetja imajo različen

vpliv amortizacije, nekatera podjetja imajo zelo veliko osnovnih sredstev in visoko amortizacijo, kar zelo znižuje čisti dobiček v poslovnem letu. Podjetja so imela v letu pred izdajo v povprečju 3.062.554 € čistega dobička, mediana je znašala 244.244 €, standardni odklon pa 7.567.922 €. Večina izdajateljev je imelo v letu pred izdajo pozitiven poslovni izid, 24 % preučevanih podjetij pa je leto pred izdajo novih delnic končalo z negativnim dobičkom oziroma izgubo. Podjetja v vzorcu so imela v primerjavi s povprečnimi konkurenti dosti višji čisti dobiček. Povprečna podjetja, ki delujejo v istih panogah kot proučevana podjetja, ki so delovala v isti panogi kot vzorčna podjetja so imela 599.991 € čistega dobička v povprečju. Po dokapitalizaciji so preučevana podjetja v povprečju ustvarila za 19% višji dobiček kot v primerjavi z letom pred dokapitalizacijo, medtem ko se je čisti dobiček v panogah, kjer delujejo vzorčna podjetja povečal za 22,4%.

Tabela 6: Razdelitev podjetij glede na čisti dobiček v letu pred izdajo.

ČISTI DOBIČEK	ŠTEVILO PODJETIJ	% PODJETIJ
pod - 1.000.000 €	5	13,51
od - 1.000.000 € do 0 €	4	10,81
od 0 € do 1.000.000. €	14	37,84
od 1.000.000 € do 10.000.000 €	10	27,03
Nad 10.000.000 €	4	10,81
SKUPAJ	37	100

Vir: IBON 2006.

Mediana dobička pred obrestmi in davki, povečanimi za amortizacijo (EBITDA) v proučevanem vzorcu je znašala 1.034.172 €, aritmetična sredina omenjenega kazalca pa je znašala 6.537.586 €. Proučevana podjetja so imela v povprečju 2,20-krat višjo vrednost dobička pred obrestmi in davki, povečanim za amortizacijo v primerjavi s panožnim povprečjem. Podrobnejši pregled izdajateljev glede na čisti dobiček in EBITDA je predstavljen v tabeli 6 in 7.

Tabela 7: Razdelitev podjetij glede na EBITDA v letu pred izdajo

EBITDA	ŠTEVILO PODJETIJ	% PODJETIJ
pod 0 €	5	13,51
od 0 € do 100.000 €	3	8,11
od 100.000 € do 1.000.000 €	9	24,32
od 1.000.000 € do 10.000.000 €	14	37,84
Nad 10.000.000 €	6	16,22
SKUPAJ	37	100

Vir: IBON 2006.

Dolgoročni dolg

Primerjal sem dolgoročni dolg pred dokapitalizacijo in po dokapitalizaciji. Podatke sem pridobil v podatkovni bazi IBON 2006. Za dolgoročni dolg pred povečanjem osnovnega kapitala sem vzel podatke na prvi dan leta, v katerem je podjetje izdalo vrednostne papirje. Za dolgoročni dolg po dokapitalizaciji pa sem vzel podatke za zadnji dan leta po dokapitalizaciji. Podjetja, ki nameravajo širiti svojo dejavnost, potrebujejo za nadaljnjo rast svež kapital. V primeru, ko podjetja nimajo več dostopa do dolžniškega financiranja, oziroma le-ta postane predrag, se podjetja odločijo izdati nove delnice in si s povečanjem osnovnega kapitala pridobijo nov kapital, ki lahko služi kot kritje za nadaljnje zadolževanje. Zanimalo me je, če so podjetja v vzorcu, ki so povečala lastniški kapital, kasneje povečala tudi dolgoročni dolg.

Podjetja so imela v povprečju pred izdajo 14.646.594 € dolgoročnih dolgov, mediana pa je znašala 2.633.875 €, po dokapitalizaciji pa je večino podjetij izkazovalo višji dolgoročni dolg. Aritmetična sredina se je dvignila za 6.034.602 € in je znašala 20.681.196 €.

Tabela 8: Pregled podjetij glede na spremembo dolgoročnega dolga.

SPREMEBA DOLGOROČNE DOLGA	ŠTEVILO PODJETIJ	% PODJETIJ
ZMANJŠANJE DOLGA NAD 50%	5	13,51%
ZMANJŠANJE DOLGA DO 50%	8	21,62%
NI SPREMEMBE	3	8,11%
POVEČANJE DOLGA DO 50%	8	21,62%
POVEČANJE DOLGO OD 50% DO 100%	6	16,22%
POVEČANJE DOLGA NAD 100%	7	18,92%
SKUPAJ	37	100%

Vir: IBON 2006.

Omeniti velja še, da so v vzorcu zajeti tudi holdingi. Omenjene družbe izkazujejo zelo nizke dolgoročne dolgove, ponavadi so zadolžene odvisne družbe, nekatera podjetja pa imajo celo prikazano, da znaša njihov dolgoročni dolg 0. Podjetja so v povprečju povečala svojo zadolženost za 53,9 %, medtem ko so konkurenti v povprečju povečali dolgoročni dolg za 36,3%. V vzorcu je 5 podjetij, ki so svoj dolg znižala za več kot 50%. Vzroke za tako zmanjšanje dolgoročnega dolga lahko iščemo v dejstvu, da so podjetja uporabila povečanje osnovnega kapitala, kot izhod iz krize, lahko da je šlo za zamenjavo oziroma konverzijo dolga za lastniške deleža ali pa so podjetja nov kapital namenila poplačilu dolgov. Podrobnejši pregled izdajateljcev glede na spremembo dolgoročnega dolga je predstavljen v tabeli 8.

S pomočjo programa SPSS 14.0. sem izvedel proceduro Paired-Samples T Test. Gre za preizkušanje domneve o razliki med dvema aritmetičnima sredinama za odvisna vzorca. Procedura Paired-Samples T Test je namenjena primerjavi aritmetičnih sredin dveh spremenljivk za odvisna vzorca. Iz parov vrednosti spremenljivk se izračunajo razlike in preizkusi domneva, če je povprečna razlika različna od nič. Primerjal sem razmerje

dolgoročnega dolga podjetja in dolgoročnega dolga povprečnega podjetja, ki deluje v isti panogi, v kateri je registrirano podjetje pred in po dokapitalizaciji. Iz vzorca sem izločil vsa podjetja, ki so imela vrednost dolgoročnega dolga 0, saj bi njihova udeležba v vzorcu spremenila rezultate.

V vzorec je bilo zajetih 29 podjetij. Podjetja so imela v povprečju pred dokapitalizacijo 2,32-krat višji dolg kot pa povprečno podjetje v isti panogi. Po dokapitalizaciji pa se je razmerje zvišalo na 2,76. Rezultati T Testa so predstavljeni v prilogi C. Na podlagi vzorčnih podatkov lahko zavrnem ničelno domnevo (ni prišlo do spremembe v razmerju dolgoročnega dolga) in sprejememo alternativno domnevo, da je povprečna razlika v razmerju dolgoročnega dolga pred in po dokapitalizaciji pozitivna, pri natančni stopnji značilnosti, $P=0,04$. Po rezultatih preizkusa sklepam, da se je zadolženost podjetij v primerjavi s podjetji v isti panogi povečala.

8.2.5 Velikost izdaje

Informacije o izdajateljih in nominalni vrednosti sem pridobil od ATVP. Omenjene podatke o dokapitalizacijah sem pridobil v SIT. Podatke o velikosti sem zaradi lažje primerljivosti podatkov prevrednotil na konec leta 2005. Predpostavil sem, da so se dokapitalizacije zgodile konec leta. Vse nominalne vrednosti sem prevrednotil na konec leta 2005, za prevrednotenje sem uporabil letno stopnjo inflacije, nato pa sem vrednosti v SIT pretvoril v € po menjalnem tečaju 239,57 SIT za 1 €, ki je veljal na zadnji delovni dan leta 2005. (Podatki o letnih stopnjah inflacije in o indeksih inflacije so v prilogi B). Za obdobje med letoma 2000 in 2005 sem v vzorec izbral 37 podjetij, ki so izvedla dokapitalizacijo.

Preučevana podjetja so v preučevanem obdobju v povprečju izdala za 5.784.836 € vrednostnih papirjev, pri tem je znašala mediana 1.260.548 € standardni odklon pa 12.445.381 €. Ti podatki kažejo, da je v vzorcu več kot polovico dokapitalizacij manjših od povprečja in da so med najmanjšimi in najvišjimi vrednostmi velike razlike, razlika med najvišjo in najnižjo vrednostjo znaša več kot 60.000.000 €.

Tabela 9: Pregled izdaj obravnavanih podjetij v obdobju 2000-2005

LETO	VREDNOST IZDAJE V €	DELEŽ CELOTNIH IZDAJ
2000	2.381.767	1,11%
2001	51.371.004	24,00%
2002	36.905.081	17,24%
2003	21.645.608	10,11%
2004	31.231.626	14,59%
2005	70.503.839	32,94%
SKUPAJ	214.038.925	100%

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2007.

Podjetja so največ vrednostnih papirjev izdala leta 2005, znesek izdanih vrednostnih papirjev v vzorcu znaša 70.503.839 € kar predstavlja 32,94 % vseh izdanih vrednostnih papirjev. Najmanj izdanih vrednostnih papirjev med podjetji v vzorcu pa je bilo leta 2000, ko je eno izmed podjetij izvedlo javno ponudbo delnic. Podrobnejši pregled izdajateljev glede na vrednost izdanih vrednostnih papirjev je predstavljen v tabeli 9.

8.2.6 Povečanje osnovnega kapitala

Primerjal sem osnovni kapital pred in po izdaji vrednostnih papirjev. Zanimalo me je, za koliko odstotkov se je povečal osnovni kapital glede na prejšnje stanje. Obstaja lahko več vzrokov za povečanje osnovnega kapitala oziroma za dokapitalizacijo. Podjetja z izdajo novega lastniškega kapitala lahko optimizirajo bilančno sestavo virov sredstev, financirajo prevzem drugega podjetja ali kakšno večjo investicijo, za katero ne morejo pridobiti dovolj dolžniškega kapitala, lahko pa se podjetja znajdejo v finančni stiski in dokapitalizacija pomaga pri blaženju izgub. V Sloveniji obstaja možnost, da uprava pod določenimi pogoji poveča osnovni kapital do 50 % v petih letih z izključitvijo prednostne pravice. Tako povečanje osnovnega kapitala pa lahko vpliva na lastniško strukturo podjetja, saj lahko pride z novo izdanimi delnicami do prerazporeditve moči delničarjev znotraj družbe.

Podjetja so v povprečju povečala svoj osnovni kapital z izdajo novih delnic za 50,82 %, s tem da je standardni odklon za omenjena podjetja znašal 75,09 % in mediana 26,32 %. Vzrok za tako visoko povprečno povečanje osnovnega kapitala je v tem, da je 7 podjetij v preučevanem vzorcu povečalo osnovni kapital za najmanj 100 %. Večino podjetij, ki so povečala osnovni kapital za več kot 100 %, se ukvarja s predelovalno dejavnostjo, ki se je v preteklosti znašla v krizi. Omenjena podjetja so si lahko z dokapitalizacijo zagotovila dodatna sredstva za nemoten obstoj podjetja.

Tabela 10: Pregled izdajateljev glede na povečanje osnovnega kapitala.

POVEČANJE OSNOVNEGA KAPITALA V %	ŠTEVILO PODJETIJ
do 19,99%	13
od 20,00% do 39,99%	11
od 40,00 do 99,99%	6
nad 100,00%	7
SKUPAJ	37

Vir: IBON 2006.

8.3 Razmerje med dolgoročnim dolgom in kapitalom (D/E)

Podjetja se pri financiranju novih projektov znajdejo v dilemi, kako do svežega kapitala. Običajno se najprej obrnejo na financiranje z dolgovi, vendar z večanjem dolga prihaja do poslabšanja bonitete. Pri tem se lahko lastniško financiranje spusti na tako raven, da ne zagotavlja več dobre bonitete in varnosti poslovanja, zaradi česar pride do dražjega zadolževanja. Financiranje z dolgovi pa vpliva tudi na finančno tveganje ter donosnost podjetja. Uporaba dolžniškega financiranja v uspešnih obdobjih poslovanja več kot proporcionalno poveča dobičkonosnost kapitala (ROE), v manj uspešnih letih poslovanja pa več kot proporcionalno zmanjša dobičkonosnost kapitala (ROE). Donosnost ter tveganje sta povezana. Bolj ko poslovodstvo uporablja dolžniške vire financiranja, bolj je podjetje finančno tvegano.

V bazi IBON 2006 sem pridobil podatke o dolgoročnem dolgu in kapitalu podjetij v vzorcu, nato pa sem primerjal še razmerje med dolgoročnim dolgom in kapitalom (D/E) med podjetjem in panožnim povprečjem, v katerem je registrirano podjetje. Za dolgoročni dolg sem se odločil, ker se podjetja pri financiranju večjih projektov odločijo za dolgoročen dolg in ne kratkoročnega. Zanimalo me je razmerje med dolgoročnim dolgom in kapitalom podjetja pred povečanjem osnovnega kapitala v primerjavi s panožnim povprečjem.

Podjetja so imela povprečno razmerje med dolgoročnim dolgom in kapitalom 0,268, kar pomeni da na en € kapitala pride 0,268 € dolgoročnega dolga. Pri tem je mediana znašala 0,120 €. Opozoriti velja še na dejstvo, da se v vzorcu pojavljajo tudi holdingi, ki imajo zelo nizko razmerje D/E, zaradi nizkega dolgoročnega dolga nekatera izmed njih leto pred dokapitalizacijo niso izkazovala dolga, zato so imela razmerje D/E enako nič.

V povprečju so imela podjetja v preučevanem vzorcu za 24,3 % višje razmerje med dolgoročnim dolgom in kapitalom (D/E) v primerjavi s povprečnimi podjetji, ki delujejo v isti panogi kot obravnavana podjetja. V vzorcu pa se pojavljajo štiri podjetja, ki so imela razmerje D/E enako nič. Ta podjetja sem spustil iz vzorca, ker gre za specifična podjetja, njihova zadolženost pa ne odraža dejanskega stanja. Če primerjam preostala podjetja, pridem do zaključka, da so imela podjetja v povprečju za 39,8 % višje razmerje D/E v primerjavi s panožnim povprečjem. V vzorcu je 15 podjetij, ki imajo nižje razmerje D/E od panožnega in 18 podjetij z višjim razmerjem D/E od panožnega razmerja.

Ne moremo vedno trditi, da imajo podjetja, ki izvedejo povečanje osnovnega kapitala, višjo stopnjo zadolženosti in so prisiljena povečati osnovni kapital za širjenja dejavnosti. Podjetja s stabilnim in dobro predvidljivim poslovanjem lahko varneje uporabljajo več dolžniških virov kot podjetja, ki poslujejo z veliko negotovostjo in hitrimi spremembami v proizvodih.

8.4 Dobičkonosnost sredstev (ROA)

ROA oziroma dobičkonosnost sredstev je opredeljen kot razmerje med čistim dobičkom oziroma izgubo in povprečnimi sredstvi. Kazalnik kaže, kako uspešno je poslovodstvo podjetja pri upravljanju sredstev. Pove, koliko dobička podjetje zasluži z obstoječimi sredstvi. Čim višja je vrednost kazalnika, tem bolje posluje podjetje.

Za preučevani vzorec sem pridobil podatke o dobičkonosnosti sredstev v bazi IBON 2006. Povprečna dobičkonosnost sredstev leto pred dokapitalizacijo je znašala 2,64 %, mediana pa 2,20 %. Omenjeni kazalnik nam pove, da so poslovodstva podjetij v vzorcu v povprečju ustvarila 2,64 € dobička na 100 € sredstev. Podjetja so imela v povprečju višjo dobičkonosnost sredstev kot pa povprečna podjetja v panogi, v kateri so delovala. Povprečje povprečnih konkurentov je leto pred dokapitalizacijo znašalo 1,31 %. Vidimo lahko, da so preučevana podjetja v vzorcu imela v povprečju za 50,4 % višjo dobičkonosnost sredstev kot pa povprečni konkurenti. V letu po dokapitalizaciji se je dobičkonosnost sredstev podjetij v vzorcu znižala na 1,82 %, mediana pa je znašala 2,20 %. Povprečna dobičkonosnost sredstev konkurentov je leto po dokapitalizaciji znašala 1,94 in je v primerjavi s proučevanim vzorcem višja za 6,5 %.

Iz primerjave dobičkonosnosti sredstev lahko opazimo, da se je dobičkonosnost sredstev podjetij v preučevanem vzorcu znižala za 31,1 %, medtem ko se je dobičkonosnost sredstev konkurentov v povprečju povečala za 48,1 %. Razloge za tako odstopanje lahko iščemo v spremembi čistega dobička in povprečnih sredstev v obravnavanem obdobju. Proučevana podjetja so v povprečju povečala dobiček za 19 %, medtem ko so ga povprečni konkurenti v povprečju za 22,4 %. Po drugi strani pa so podjetja v vzorcu povečala sredstva v povprečju za 23 %, medtem ko so se sredstva povprečnim konkurentom v panogi v povprečju zmanjšala za 18 %.

8.5 Dobičkonosnost kapitala (ROE)

ROE oziroma dobičkonosnost kapitala je opredeljena kot razmerje med čistim dobičkom oziroma čisto izgubo in povprečnim kapitalom. Lastniki kapitala v podjetju želijo čim višjo dobičkonosnost, ki pomeni donose na vložena finančna sredstva lastnikov. Dobičkonosnost kapitala je s stališča lastnikov najpomembnejši in eden najpogostejše uporabljenih kazalnikov. Kazalnik nam pove, kako uspešno je poslovodstvo podjetja pri upravljanju premoženja lastnikov in kakšen odstotek čistega dobička pripada lastnikom glede na njihov vložek.

Povprečna dobičkonosnost kapitala leto pred dokapitalizacijo je znašala 4,10 %, mediana pa 3,60 %. Omenjeni kazalnik nam pove, da so poslovodstva podjetij v vzorcu v povprečju ustvarila 4,10 € dobička na 100 € vložnega kapitala. Podjetja so imela v povprečju višjo dobičkonosnost kapitala kot pa povprečna podjetja v panogi, v kateri so delovala. Povprečna dobičkonosnost kapitala povprečnih konkurentov je leto pred dokapitalizacijo znašalo 1,95 %.

V letu po dokapitalizaciji se je dobičkonosnost kapitala podjetij v vzorcu znižala na 2,80 %, mediana pa je znašala 3,30 %, medtem ko se je povprečna dobičkonosnost kapitala konkurentov povišala in je znašala 3,56 % in je v primerjavi s proučevanim vzorcem višja za 27,2 %.

Iz primerjave dobičkonosnosti kapitala lahko opazimo, da se je dobičkonosnost kapitala podjetij v preučevanem vzorcu znižala za 31,7 %, medtem ko se je dobičkonosnost kapitala konkurentov v povprečju povečala za 82,5 %. Razloge za tako odstopanje lahko iščemo v spremembi čistega dobička in povprečnega kapitala v obravnavanem obdobju. Proučevana podjetja so v povprečju povečala dobiček za 19 %, medtem ko so ga povprečni konkurenti v povprečju za 22,4 %. Po drugi strani pa so podjetja v vzorcu povečala povprečen kapital v povprečju za 79 %, medtem ko so se sredstva povprečnim konkurentom v panogi zmanjšala v povprečju za 33 %.

9 Sklep

V diplomski nalogi sem obravnaval izdajo lastniških vrednostnih papirjev delniških družb v Sloveniji. Pri tem sem skušal pokazati kar se da realen pogled na izdajanje novih delnic tudi s pravnega vidika.

Ko se podjetje odloča o izdaji novih delnic, mora upoštevati interese obstoječih lastnikov. Podjetja, ki izdajajo vrednostne papirje, imajo na razpolago različne načine izdaje. Pri tem se najprej odločijo za postopek nejavne ali pa za javno ponudbo. Nove ponudbe delnic so lahko javne in so naslovljene na nedoločen krog zainteresiranih vlagateljev, ali pa nejavne in so namenjene le dobro poučenim investitorjem. Pri javni ponudbi se podjetja lahko odločijo za sodelovanje z investicijskim bankirjem ali pa tudi ne, kar pomeni, da gre za neposredno javno ponudbo. Pri sodelovanju z investicijskim bankirjem lahko podjetja izbirajo med komisijsko prodajo ali prevzemom javne ponudbe.

V Sloveniji pravno podlago za primarno izdajo lastniških vrednostnih papirjev določa ZTVP. Omenjeni zakon določa vrednostne papirje in postopke njihovih izdaj. Za nadzor nad izvajanjem ZTVP pri izdajanju vrednostnih papirjev je pooblaščen ATPV. Pogoji, ki podjetju omogočajo izvesti javno ponudbo, so: podjetje mora pridobiti dovoljenje ATPV, skrbno mora pripraviti prospekt za javno ponudbo, javno mora objaviti poziv za vpisovanje in vplačevanje vrednostnih papirjev in opraviti postopek vpisa in vplačila vrednostnih papirjev. ZTVP določa, v katerih primerih podjetja lahko izvedejo nejavno ponudbo. Za nejavno ponudbo ni potrebno pridobiti dovoljenja ATPV, vendar pa mora izdajatelj ATPV 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 soglasja ATPV.

ZTVP je zadnjo večjo spremembo doživel leta 2006. Glavni razlog za spremembo je bil prenos direktive o prospektu. Cilj spremembe zakona je bil omogočiti lažji dostop podjetjem do evropskega trga kapitala in vzajemno priznavanje prospektov med državami članicami.

Največji delež stroškov javnih ponudb delnic zajema provizija za prevzem javne ponudbe. V Sloveniji so izdaje novih delnic izjemno redke, zaradi česar je težko analizirati stroške izdaje. Podjetje mora ob izdaji delnic poravnati stroške KDD, stroške ATVP in stroške investicijskega bankirja, če se odloči zanj. Poleg omenjenih stroškov mora podjetje plačati še druge neposredne stroške, kot so honorarji pravnikov, stroški revizijskih hiš, tiskanja promocijskega materiala in vrednostnih papirjev...

V Sloveniji je primarni trg kapitala slabo razvit. Na trg kapitala in njegov nadaljnji razvoj je najbolj vplivalo lastninjenje med letoma 1994 in 1997, ko so podjetja dobila znane lastnike. Podjetja so se večkrat odločila za nejavno ponudbo kot za javno. Za javno ponudbo so se podjetja v obdobju med letoma 1994 in 2006 odločila 14-krat, medtem ko so z nejavno ponudbo kar 188-krat zbirala finančna sredstva z izdajo novih delnic.

Podjetja se med poslovanjem neprestano srečujejo z izzivom, kako zadovoljiti potrebo po financiranju. Ena izmed možnosti, ki jo imajo na voljo, je dokapitalizacija. Za analizo dokapitalizacij delniških družb v Sloveniji sem izbral vzorec 37 podjetij, ki so se dokapitalizirala v obdobju med letoma 2000 in 2005. Podatke o izdajateljih vrednostnih papirjev in nominalnih vrednostih izdaj sem pridobil od Agencije za trg vrednostnih papirjev. V podatkovni bazi IBON 2006 pa sem dobil finančne podatke o izdajateljih vrednostnih papirjev. Rezultati so predstavljeni v agregatni obliki, ki ne dopušča identifikacije posameznega izdajatelja oziroma ponudbe. Rezultati analize nakazujejo, da:

- Podjetja, ki so se odločila za dokapitalizacijo, so imela v povprečju več sredstev, kapitala in višji dobiček v primerjavi s povprečjem v panogi v kateri so delovali.
- Podjetja, ki so se odločila za dokapitalizacijo, so imela pred dokapitalizacijo v povprečju višje razmerje med dolgoročnim dolgom in kapitalom v primerjavi s podjetji, ki delujejo v isti panogi, kar kaže na to, da so podjetja bolj zadolžena od konkurence in imajo otežen dostop do dolžniškega kapitala.
- Podjetja, ki so izvedla povečanje osnovnega kapitala, so po dokapitalizaciji tudi povečala dolgoročni dolg, kar nakazuje na to, da je dodaten kapital služil kot kritje za nadaljnje zadolževanje.
- Dobičkonosnost sredstev podjetij, ki so izvedla povečanje osnovnega kapitala, se je po dokapitalizaciji v primerjavi s konkurenco zmanjšala.
- Dobičkonosnost kapitala podjetij, ki so izvedla povečanje osnovnega kapitala, se je po dokapitalizaciji v primerjavi s konkurenco zmanjšala.

Na koncu bi rad še poudaril, da je točnost analize vzorca omejena z majhno velikostjo proučevanega vzorca.

Literatura

1. Bajraktarević Gregor: Primarni trg vrednostnih papirjev. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta. 2001. 107 str.
2. Berk, Aleš et al: Poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 292 str.
3. Chen Hsuan-Chi, Ritter Jay: The Seven Percent Solution, The Journal Of Finance, New York, 15 (2000), 3, str. 1105-1131.
4. Dremelj Ema: Izdaja lastniških vrednostnih papirjev slovenskega podjetja doma in v tujini. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 47 str.
5. Hansen S. Robert, Terragrosa P.: Underwriting Compesation and Corporate Monitoring, The Journal of Finance, New York, 1992, str. 1537-1555.
6. Hansen S. Robert: Do Investment Banks Compet in IPO's?: the advent of the 7% plus contract, The Journal of Financial Economics, New York, 59 (2001), 3, str. 313-346.
7. Kocbek M, Zakon o gospodarskih družbah s komentarjem. Gospodarski vestnik, Ljubljana, str 81-85.
8. Lee Inmoo, Lochhead Scot, Ritter Jay, Zhao Quanshui: The cost of raising Capital, The Journal of Financial Research, Lubbock, 19 (1996),1, str. 59-74.
9. Mramor Dušan et al: Trg kapitala v Sloveniji. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2000. 471 str.
10. Mramor Dušan et al: Uvod v poslovne finance. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1993. 381 str.
11. Osvald Igor: Borzni fokus: Zakaj v Sloveniji ne zaživi financiranje z izdajo?. Finance, Ljubljana, 25.10.1999, str.11.
12. Pogačnik Blaž: Prva javna izdaja delnic slovenskih malih in srednje velikih podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 129 str.
13. Prelič Saša: Prednostna pravica delničarjev do vpisa delnic. Podjetje in delo, Ljubljana 28 (2002), 6-7, str 1186-1198
14. Prelič Saša: Prednostna pravica do novih delnic. Podjetje in delo, Ljubljana 24 (1998), 5, str 462-475.
15. Pušnik Bogdan: Primarna emisija delnic v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1995. 50 str.
16. Roch Michael P, Klemenc Tomaž: Nejavne (zaprte) dokapitalizacije javnih delniških družb: Od Merkurja do Mercatorja ali kako ohraniti krhko ravnotežje interesov. Finance, Ljubljana, 7.12.2005.

17. Ross Stephen A., Westerfield Randolph W., Jaffe Jeffrey et al: Corporate Finance. Fifth Edition. Boston : Irwin/McGraw Hill, 1999. 868 str.
18. Sluga Gregor: Kako do svežega kapitala. Finance, Ljubljana, 19.3.2001, str. 14.
19. Svilan Sibil et al: Vrednostni papirji – namen in vrste, oblikovanje ter upravljanje. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1990. 213 str.
20. Šercer Andrej: Predlog sprememb in dopolnitev ZTVP-1. Pravna praksa, Ljubljana 25(2006), 1, priloga str. 2-7.
21. Veselinovič Draško: Borzni priročnik. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1995. 571 str.
22. Weston J. Fred, Copeland E. Thomas: Managerial Finance. Deveta izdaja. Fort Worth: The Dryden Press, 1992, 1182 str.

Viri

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (URL: <http://www.a-tvp.si>), 10. marec 2007
2. Direktiva 2003/71/ES Evropskega parlamenta in sveta z dne 4.11.2003
3. IBON. (URL: <http://www.ibon.com>), 13. julij 2007
4. Ljubljanska borza. (URL: <http://www.ljse.si>), 15. maj 2007
5. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1994. Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ljubljana, 1995. 18 str.
6. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1995. Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ljubljana, 1996. 36 str.
7. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1996. Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ljubljana, 1997. 34 str.
8. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1997. Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ljubljana, 1998. 35 str.
9. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1998. Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ljubljana, 1999. 35 str.
10. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1999. Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ljubljana, 2000. 28 str.
11. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2000. Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ljubljana, 2001. 35 str.

12. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001. Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ljubljana, 2002. 37 str.
13. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2002. Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ljubljana, 2003. 40 str.
14. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2003. Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ljubljana, 2004. 42 str.
15. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2004. Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ljubljana, 2005. 43 str.
16. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2005. Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ljubljana, 2006. 44 str.
17. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006. Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ljubljana, 2007. 44 str.
18. Sklepu o podrobnejši vsebini prospekta, izvlečka prospekta in javnega poziva za vpis in vplačilo vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 6/00 in Uradni list RS, št. 117/02).
19. Statistični urad Republike Slovenije. (URL: <http://www.surs.si>), 10. maj 2007.
20. Statistični urad Republike Slovenije –izračun stopenj inflacije za poljubno obdobje. (URL: http://www.stat.si/indikatorji_preracun_inflacija.asp), 10. maj 2007.
21. Tarifa za nadomestila za storitve v zvezi z nematerializiranimi vrednostnimi papirji (Uradni list RS, št. 24/00 in Uradni list RS, št. 117/02).
22. Zakon o gospodarskih družbah, uradno prečiščeno besedilo-ZGD-UPB1 (Uradni list RS, št. 42/06 in Uradni list RS, št. 60/06).
23. Zakon o gospodarskih družbah-ZGD-1 (Uradni list RS, št. 42/06 in Uradni list RS, št. 60/06).
24. Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih-ZNVP (Uradni list RS, št. 2/07).
25. Zakon o trgu vrednostnih papirjev, uradno prečiščeno besedilo-ZTVP-1-UPB2 (Uradni list RS, št. 51/06).

PRILOGA

Priloga A: Slovar tujih izrazov	1
Priloga B: Pregled letnih stopenj inflacije in indeksov inflacije	2
Priloga C: Rezultati SPSS analize Paired-Samples T Test (dolg podjetja/ dolg panoge)	3
Priloga D: Primerjava dobičkonosnosti sredstev (ROA)	4
Priloga E: Primerjava dobičkonosnosti kapitala (ROE)	5

RILOGA A: Slovar tujih izrazov

Tuj izraz	Slovenski izraz
Stock / Share	Delnica
Common stock	Navadna delnica
Preffered stock	Prednostna delnica
Firm commitment	Prevzem javne ponudbe s trdno zavezo
Best efforts	Komisijaska prodaja
Underwriting group	Skupina prevzemnikov
Green Shoe opcija	Opcija dodatne količine vrednostnih papirjev
IPO- Initial public offering	Prva javna ponudba delnic
SEO- Seasoned Equity offering	Nadaljnja javna ponudba delnic
EPS-earning per share	Dobiček na delnico
WACC- Weighted Average Cost of Capital	Tehtano povprečje stroškov kapitala

PRILOGA B: PREGLED LETNIH STOPENJ INFLACIJE IN INDEKSOV INFLACIJE

Tabela 11: Pregled letnih stopenj inflacije in indeksov inflacije

LETO	LETNA STOPNJA INFLACIJE	INDEKS INFLACIJE
1999	8,00%	1,381
2000	8,90%	1,268
2001	7,00%	1,185
2002	7,20%	1,105
2003	4,60%	1,056
2004	3,20%	1,023
2005	2,30%	1,000

Vir: Statistični urad Republike Slovenije, 2007

PRILOGA C: Rezultati SPSS analize Paired-Samples T Test (dolgoročni dolg podjetja/dolgoročni dolg panoge)

Slika 2: Rezultati SPSS analize.

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	Po dokapitalizaciji	2,765628	29	3,9113453	,7263186
	Pred dokapitalizacijo	2,326872	29	3,5429397	,6579074

Paired Samples Correlations

	N	Correlation	Sig.
Pair 1 PRED & PO	29	,944	,000

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	Po dokapitalizaciji Pred dokapitalizaciji	,438755	1,2990187	,2412217	-,055365	,932875	1,819	28	,080

Vir: Lastni izračuni.

PRILOGA D: Primerjava dobičkonosnosti sredstev (ROA)

Tabela 12: primerjava dobičkonosnosti sredstev.

	ROA_{t-1}	ROA_t	$ROA(PANOGA)_{t-1}$	$ROA(PANOGA)_t$
ARITMETIČNA SREDINA	2,64	1,82	1,31	1,94
MEDIANA	2,20	2,20	1,60	2,00

Vir: Lastni izračuni.

ROA_{t-1} je dobičkonosnost sredstev podjetij v vzorcu leto pred dokapitalizacijo

ROA_t je dobičkonosnost sredstev podjetij v vzorcu leto po dokapitalizaciji

$ROA(panoga)_{t-1}$ je dobičkonosnost sredstev panoge leto pred dokapitalizacijo

$ROA(panoga)_t$ je dobičkonosnost sredstev panoge leto po dokapitalizaciji

PRILOGA E: Primerjava dobičkonosnosti kapitala (ROE)

Tabela 13: primerjava dobičkonosnosti kapitala

	ROE_{t-1}	ROE_t	$ROE(PANOGA)_{t-1}$	$ROE(PANOGA)_t$
ARITMETIČNA SREDINA	4,10	2,80	1,95	3,56
MEDIANA	3,60	3,30	2,40	2,70

Vir: Lastni izračuni

ROE_{t-1} je dobičkonosnost kapitala podjetij v vzorcu leto pred dokapitalizacijo

ROE_t je dobičkonosnost kapitala podjetij v vzorcu leto po dokapitalizaciji

$ROE(panoga)_{t-1}$ je dobičkonosnost kapitala panoge leto pred dokapitalizacijo

$ROE(panoga)_t$ je dobičkonosnost kapitala panoge leto po dokapitalizaciji