

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

JAVNI RAZPIS DELNIC KOT NAČIN ŽETVE V PODJETNIŠTVU

Ljubljana, oktober 2001

MIHAEL MIKEK

IZJAVA

Študent Mihael Mikek izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Boštjana Antončiča, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetni domači strani.

V Ljubljani dne, 22. 10. 2001

Mihael Mikek

KAZALO

| | |
|--|----|
| 1. UVOD | 1 |
| 2. PODJETNIŠTVO | 2 |
| 3. ŽETEV V PODJETNIŠTVU..... | 3 |
| 3.1. Strategije izstopa omogočajo žetev v podjetništvu | 3 |
| 3.2. Glavni vzroki za izbor izstopne strategije žetve v podjetništvu | 3 |
| 3.3. Sedem izstopnih strategij | 4 |
| 3.3.1. Prodaja podjetja strateškemu investitorju..... | 4 |
| 3.3.2. Prodaja podjetja finančnemu investitorju..... | 5 |
| 3.3.3. Prvi javni razpis delnic | 5 |
| 3.3.4. Prodaja podjetja zaposlenim..... | 7 |
| 3.3.5. Postopna odprodaja po deležih..... | 7 |
| 3.3.6. Likvidacija podjetja | 7 |
| 3.3.7. Doživljensko upravljanje..... | 7 |
| 3.4. Priprava na žetev | 8 |
| 3.5. Določanje osebne strategije žetve podjetnika..... | 8 |
| 3.5.1. Znižanje transfernih davkov | 9 |
| 4. PRIMARNI TRG KAPITALA..... | 11 |
| 4.1. Metode izdajanja vrednostnih papirjev | 11 |
| 4.1.1. Trdna Zaveza..... | 11 |
| 4.1.2. Komisijska prodaja | 11 |
| 4.1.3. Ponudba obstoječim delničarjem preko predkupnih pravic | 12 |
| 4.1.4. "Stand by" sporazum | 12 |
| 4.2. Funkcija investicijskega bančništva..... | 12 |
| 4.3. Vrste javne ponudbe vrednostnih papirjev | 14 |
| 5. PRVI JAVNI RAZPIS DELNIC | 15 |
| 5.1. Prednosti in slabosti prvega javnega razpisa | 15 |
| 5.1.1. Prednosti prvega javnega razpisa z vidika podjetja | 16 |
| 5.1.2. Prednosti prvega javnega razpisa delnic z vidika ustanoviteljev | 16 |

| | |
|---|----|
| 5.1.3. Pozitivni učinki na zaposlene..... | 17 |
| 5.1.4. Slabosti prvega javnega razpisa delnic..... | 17 |
| 5.2. Interni in eksterni strokovnjaki pri prvem javnem razpisu..... | 18 |
| 5.2.1. Poslovodstvo podjetja (Management)..... | 19 |
| 5.2.2. Nadzorni svet (Board of Directors)..... | 19 |
| 5.2.3. Zunanji svetovalci (Consultants and Advisors)..... | 19 |
| 5.2.4. Revizorji (Accountants)..... | 20 |
| 5.2.5. Pravniki (Attorneys)..... | 20 |
| 5.2.6. Oblikovalci tiskovin (Financial Printers)..... | 20 |
| 5.2.7. Svetovalci za odnose z javnostjo (Financial Public Relations)..... | 20 |
| 5.2.8. Prezemniki (Underwriters)..... | 21 |
| 5.3. Stroški prvega javnega razpisa..... | 21 |
| 5.3.1. Neposredni stroški..... | 21 |
| 5.3.2. Posredni stroški..... | 22 |
| 5.4. Pripravljenost podjetja na prvi javni razpis..... | 22 |
| 5.4.1. Velikost podjetja..... | 22 |
| 5.4.2. Rast podjetja..... | 22 |
| 5.4.3. Dobičkonosnost..... | 23 |
| 5.4.4. Poslovodstvo podjetja..... | 23 |
| 6. AKTIVNOSTI, USMERJENE K DODAJANJU VREDNOSTI PRVEMU JAVNEMU RAZPISU DELNIC..... | 23 |
| 6.1. Strateški prevzemi..... | 24 |
| 6.2. Rizični kapital (Venture Capital)..... | 24 |
| 6.3. Direktna prodaja delnic (Private Placements)..... | 25 |
| 6.4. Oblika dolžniško lastniškega financiranja (Mezzanine Financing)..... | 25 |
| 6.5. Združena podjetja in strateške alianse (Joint Ventures and Strategic Alliances)..... | 26 |
| 6.6. Rekapitalizacija..... | 26 |
| 7. PRVI JAVNI RAZPIS DELNIC KOT NAČIN ŽETVE V PODJETNIŠTVU..... | 27 |
| 7.1. Žetev finančnih investitorjev (Venture Capital exit)..... | 27 |
| 7.2. Žetev ustanoviteljev – pojav papirnih milijonarjev..... | 29 |
| 7.3. Žetev v obdobju IPO-BOOM..... | 29 |

| | |
|---|----|
| 8. PRVI JAVNI RAZPIS DELNIC V SLOVENIJI | 33 |
| 8.2. Trg vrednostnih papirjev v Sloveniji | 34 |
| 8.2.1. Institucije trga kapitala | 34 |
| 8.2.2. Zakonodaja | 35 |
| 9. SKLEP..... | 36 |
| LITERATURA | 38 |
| VIRI | 40 |
| SLOVAR..... | 41 |

1. UVOD

Simbol *.com* ponazarja obdobje, ko je prvi javni razpis omogočal lahek izstop začetnega lastniškega kapitala novo ustanovljenih tehnoloških podjetij. Fenomen devetdesetih let je omogočil žetev s pomočjo prvega javnega razpisa številnim podjetnikom, finančnim investitorjem ter tako imenovanim poslovnim angelom.

Glavno prizorišče *.com* obdobja je bila ameriška tehnološka borza NASDAQ, kjer kotirajo vodilna visokotehnološka podjetja sveta. Visoka pričakovanja prenekaterih investorjev na področju uporabe sodobnih tehnologij so zavedla široko investitorsko javnost in vnesla v poslovanje popolnoma nove kriterije, ki so se kasneje izkazali za napačne.

Po obdobju IPO-boom se zastavljajo vprašanja, ali je prvi javni razpis še vedno lahko učinkovita strategija žetve v podjetništvu, kakšne so ustrezne alternative in kakšne so prognoze za prihodnost. Na ta vprašanja bom poskušal odgovoriti v nadaljevanju.

V prvem sklopu diplomskega dela bom predstavil teorijo izstopnih strategij v podjetništvu. Dodatno bom primerjal alternativne možnosti za javno izdajo delnic z vidika podjetniških koristi in vnovčevanja dela oziroma celote lastništva gospodarske družbe. V drugem sklopu bom poskušal oceniti primernost prvega javnega razpisa delnic kot učinkovito izstopno strategijo oziroma žetev v podjetništvu. V svetovni literaturi si mnenja strokovnjakov nasprotujejo in nakazujejo na številne probleme, ki jih napačne strategije žetve lahko povzročajo.

Razmere v rastočem mladem slovenskem gospodarstvu bom primerjal z ameriškim gospodarstvom, kjer se v javna podjetja s procesom prve javne izdaje vrednostnih papirjev *IPO – initial public offering* letno prestrukturira od 300-500 gospodarskih družb. Točne podatke po letih in statistične obdelave bom v nadaljevanju prikazal s kvantitativnimi metodami. Razvit in obsežen ameriški kapitalski trg predstavlja globalne trende na področju gospodarstva in posredno vpliva na vse ostale kapitalske trge.

2. PODJETNIŠTVO

1995: Robert D. Hisrich – Entrepreneurship is the process of creating something different with value by devoting the necessary time and effort, assuming the accompanying financial, psychological, and social risk, and receiving the resulting rewards of monetary and personal satisfaction (Hisrich, 1999, str. 10).

Definicija podjetništva profesorja Hisricha je le ena izmed mnogih interpretacij, ki pa imajo skupno podlago v oblikah vedenja, kot so: inovativno razmišljanje, organiziranje socialno-ekonomskih mehanizmov ter sprejem tveganja z rizikom neuspeha.

Podjetništvo predstavlja osnovno gonilno silo razvoja vsakega posameznega gospodarstva in povzroča napredek gospodarskih družb. Nastajanje novih podjetij, rast obstoječih gospodarskih celic ter umiranje oziroma prenehanje iztrošenih gospodarskih subjektov predstavlja dinamičen proces neprestanih sprememb znotraj določenega gospodarskega prostora in prav te dinamične spremembe vedno znova nudijo priložnosti za uresničevanje podjetniških strategij.

Ustanavljanje podjetij poteka na različnih nivojih in v različnih začetnih obsegih, vendar je primarni namen ustanoviteljev ne glede na začetno izhodišče vedno rast podjetja in povečevanje vrednosti lastniškega kapitala ustanovljene družbe. Preoblikovanje zasebne družbe z omejeno odgovornostjo v javno delniško družbo pa predstavlja cilj številnih ambicioznih podjetniških načrtov. Takšen vidik preoblikovanja lastniške strukture podjetja bom poskušal preučiti z vidika žetve podjetniških sadov, ki so posledica inovativnega dela preteklih obdobj.

Podjetnik je oseba, ki s svojim delovanjem združuje resurse, delo, tveganje, inovativnost ter s kombinacijo le-teh dodaja vrednost storitvam in proizvodom. Najdemo jih lahko v najrazličnejših panogah, z najrazličnejšimi znanji, izobrazbami in vizijami. Skupna jim je želja in motiv po ustvarjanju dodatnega materialnega bogastva. Podjetnik organizira in vodi podjetje za doseganje lastnih koristi. Realizacija podjetniških zamisli zahteva popolno predanost, sposobnost in željo ter loči uspešne podjetnike od neuspešnih.

3. ŽETEV V PODJETNIŠTVU

Žetev v podjetništvu je načrtovana strategija izstopa podjetnikov oziroma lastnikov podjetja z namenom, da iztržijo finančne donose na podlagi vloženih resursov v podjetja. V nadaljevanju bom predstavil sedem glavnih strategij, ki jih uporabljajo podjetniki in *venture* kapitalisti pri lastniškem izstopu. Vsako od teh strategij se običajno uporablja v kombinaciji s preostalimi strategijami glede na zmožnosti, preference, tržni položaj ter usklajenost. Za podjetnika strategija izstopa ne pomeni nujno izstop iz podjetja, celo nasprotno. Novi lastniki podjetja si želijo nadaljno kontinuiteto, stabilnost in rast podjetja, ki je običajno zagotovljena z nadaljno participacijo podjetnika v vodstvu podjetja. Podjetje je ob žetvi doseglo svoj vrhunec začetnega obdobja in se z dokapitalizacijo pripravlja na vstop v novo, pogosto tudi bolj turbolentno obdobje velikih pričakovanj. Žetev v podjetništvu lahko sovпада z dokapitalizacijo podjetja in pomeni delno izplačilo dosedanjih lastnikov ter obenem povečanje osnovnega kapitala za doseganje načrtovane prihodnje rasti.

3.1. Strategije izstopa omogočajo žetev v podjetništvu

Ne glede na velikost podjetja, panogo, v kateri posluje oziroma tradicijo imajo vsa podjetja lastnika oziroma lastnike, ki bodo v neki časovni točki zaradi številnih razlogov izstopili kot lastniki. To neizpodbitno dejstvo je izhodišče za pričetek planiranja izstopne strategije, ki bo omogočila žetev v podjetništvu (Engel, 1999). Še bolj pomembna bo izstopna strategija takrat, kadar bo podjetje potrebovalo finančne investitorje, ki bodo pripravljeni financirati podjetje v obliki lastniškega kapitala.

Poslovodstvo podjetja planira strategije rasti, generiranja kapitala, povečevanja dobičkonosnosti, razvoja proizvodov in storitev ter druge strategije. Vendar, če strateško planiranje ne vsebuje strategije žetve, bo končen rezultat lahko uspešno podjetje v lasti podjetnikov, za katere ni nujno, da bodo maksimirali lastno premoženje.

3.2. Glavni vzroki za izbor izstopne strategije žetve v podjetništvu

- a) Preference po večji potrošnji in hitrih enormnih zaslučkih ter povečevanju osebnega premoženja z investiranjem v najbolj donosne naložbe.
- b) Izstop finančnih investitorjev (vnaprej določen termin, priložnost za odprodajo).

- c) Prodaja podjetja je lahko spodbujena s strani prevzemnika z izjemno, enkratno ponudbo za prevzem, ki presega realno vrednost podjetja za podjetnika. Podjetnik oceni, da je podjetje doseglo najvišjo tržno vrednost in predvideva manj ugodne tržne razmere v prihodnosti.
- d) Upokojitev oziroma prenehanje z delom. V družinskem podjetju ne obstaja ustrezno kvalificiran naslednik, ki bi prevzel odgovornost vodstva podjetja.
- e) Upadanje rasti panoge in potreba po prestrukturiranju podjetja za nadaljnjo rast in dobičkonosnost.
- f) Naraščanje stroškov, izgubljanje konkurenčnega položaja na trgu.

Obstaja sedem glavnih strategij izhoda oziroma žetve, med katerimi lahko oblikujemo tudi različne kombinacije in podstrategije (Engel, 1999).

3.3. Sedem izstopnih strategij

- a) Prodaja podjetja strateškemu investitorju
- b) Prodaja podjetja finančnemu investitorju
- c) Prvi javni razpis delnic (*Going public, IPO*)
- d) Prodaja podjetja zaposlenim
- e) Postopna odprodaja po deležih
- f) Likvidacija podjetja
- g) Doživljensko upravljanje

3.3.1. Prodaja podjetja strateškemu investitorju

Strateški investitor bo s prevzemom poleg ocenjene vrednosti prevzetega podjetja pridobil pozitivne sinergijske učinke. Za prevzem se odloča bodisi zaradi povečanja lastnega tržnega deleža v panogi ter ekonomije obsega bodisi zaradi razširitve lastne dejavnosti z neko drugo dejavnostjo, ki bo pozitivno dopolnjevala prvotno dejavnost. V vlogi strateškega investitorja se lahko pojavlja neko podjetje oziroma oseba, ki je obstoječi kupec oziroma dobavitelj podjetja. Prevzemnik bo pripravljen plačati polno ceno vrednosti podjetja, v kolikor se bo prevzeto podjetje konceptualno in strateško skladalo z matičnim podjetjem. Za prevzeme so primerna podjetja z napredno tehnologijo, strateškim *know how*, ustrezno usposobljenim kadrom in ne nujno tudi uspešnim vodstvom podjetja. Matično podjetje skoraj praviloma nadomesti dosedanje vodstvo z novim, bolj lojalnim vodstvom razen v primeru, kadar gre za združitve dveh podjetij in so permise vodenja vnaprej izpogajane.

3.3.2. Prodaja podjetja finančnemu investitorju

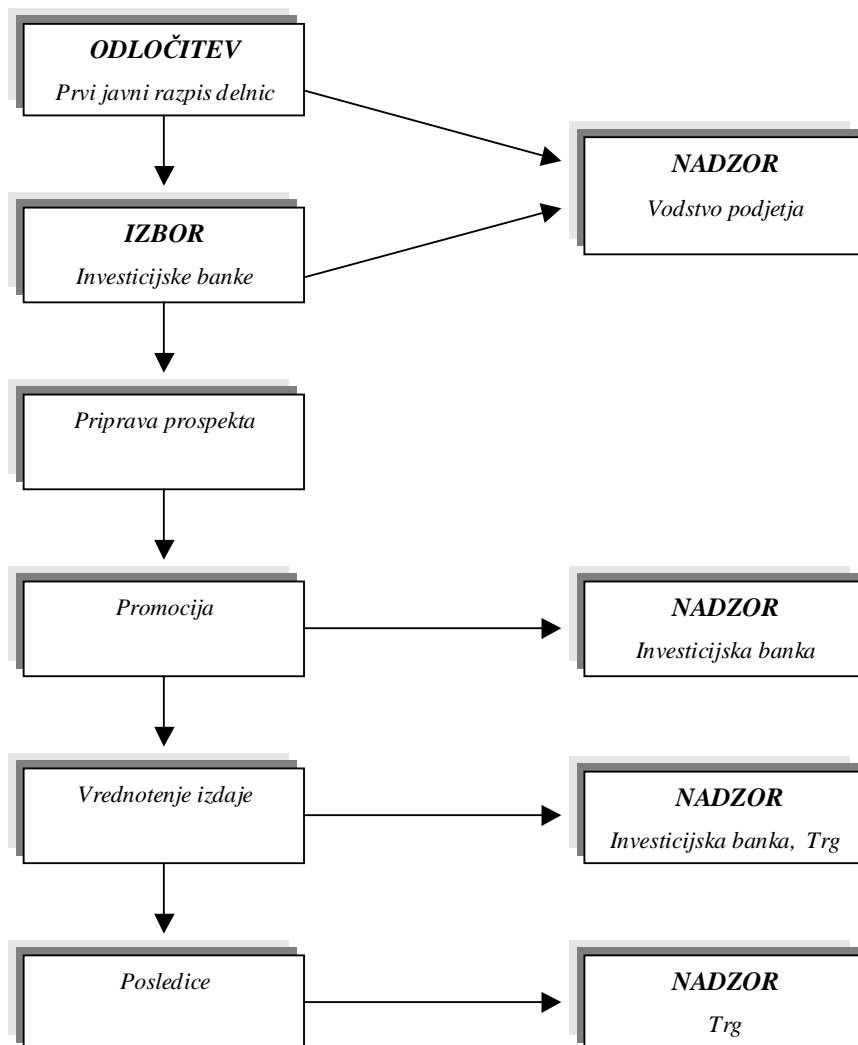
Finančni investitor je oseba, ki v podjetje vloži finančna sredstva. Običajno so specialisti na področju upravljanja in vodenja podjetij, vendar brez poznavanja panoge ter brez izkušenj na področju, kamor vstopajo. Finančni investitorji preferirajo podjetja, ki imajo ustrezno organizacijsko strukturo, kvaliteten kader ter perspektivni proizvodnji in storitveni program. Zanimajo jih predvsem potencialni prihodnji donosi in možnosti nadalnje izstopne strategije.

3.3.3. Prvi javni razpis delnic

Teoretično proces prvega javnega razpisa ne spada med strategije žetve podjetnikov. Kljub vsemu pa se lahko v določeni obliki in v določenem času uporablja kot učinkovita strategija izstopa. Prvi javni razpis je začetni formalni korak izstopne strategije, ki se lahko po večletnem obdobju javnega poslovanja uspešno zaključi z nadaljnimi javnimi ponudbami.

Prvi javni razpis je zelo zaželen mehanizem izstopa za del lastniškega kapitala, ki so ga vplačali finančni investitorji rizičnega kapitala. Uspešen javni razpis pomeni potrditev razvojnega uspeha podjetja in zagotavlja ustrezne donose na vloženi rizični kapital.

Slika 1: Proces prvega javnega razpisa vrednostnih papirjev



Vir: Petty, 1994, str. 407.

Proces javnega razpisa delnic je precej zapleten in dolgotrajen, vendar v primerjavi z drugimi možnostmi izstopa daleč najdonosnejši in predvsem najbolj zaželen s strani finančnih investorjev (*venture capitalists*). To potrjujejo tudi raziskave v ZDA, ki kažejo na 7,1-kratno povprečno povečanje vrednosti vloženih sredstev v podjetjih, ki so šla v javno ponudbo delnic v 4,2 letih, kot je povprečno trajala investicija (Gartner, 1990, str. 29/10).

3.3.4. Prodaja podjetja zaposlenim

Način takšne prodaje se bistveno razlikuje od prejšnjih strategij izstopa. Kupci so v takšnem primeru *insiderji*, ki imajo izkušnje in se zavedajo prave vrednosti podjetja. Slaba stran takšnih odkupov je relativno nizka cena, ki jo iztržijo lastniki zaradi omejenih finančnih zmožnosti notranjih investitorjev in s tem povezane težave pri financiranju nakupa. Notarnji odkup je proces, ki traja daljše obdobje in temelji na konceptu postopnega odkupa.

3.3.5. Postopna odprodaja po deležih

Strategija odprodaje po deležih se uporablja, kadar celega podjetja ni mogoče prodati oziroma kadar lahko delna odprodaja doprinese bistveno večjo kupnino kot bi celota. Prodaja podjetja po deležih je postopna strategija žetve v podjetništvu.

3.3.6. Likvidacija podjetja

Tržne okoliščine so lahko vzrok za popolno izgubo vrednosti podjetja. Podjetje, ki posluje z izgubo in ga ni moč prestrukturirati, se načeloma likvidira s stečajnim postopkom. Namen stečajnega upravitelja je doseči maksimalen preostanek sredstev za poravnavo upnikov podjetja. Lastniški kapital se deli po poravnanih obveznostih podjetja. Likvidacija podjetja ni ena izmed izstopnih strategij, ki jih podjetniki vnaprej planirajo, vendar je neizogibna, kadar podjetja oziroma projekti ne dosežejo rentabilnosti.

3.3.7. Doživljensko upravljanje

Strategijo doživljenskega upravljanja se načrtuje tako kot vsako izmed doslej naštetih izstopnih strategij. Pogosto se podjetniki odločajo zanjo zaradi veselja do dela in zaradi pripadnosti lastno ustanovljenemu podjetju, vendar se prav tako dogaja, da se ob koncu premislijo in si želijo strategijo spremeniti. Umik z vodilnega položaja v podjetju zahteva strategijo in to bodisi če se podjetje prodaja ali pa ga prevzamejo dediči.

3.4. Priprava na žetev

Odločitev o strategiji žetve je posledica preferenc lastnikov podjetja in njihovih osebnih strategij. Vsaka strategija zahteva dragačen način vodenja podjetja, ki bo upošteval zaželjeno smer razvoja podjetja.

Strategija prvega javnega razpisa delnic zahteva načrtovano politiko prodaje in dobička, ki izkazuje tako stabilno rast podjetja v preteklosti, kot tudi pričakovano rast v prihodnosti. Finančni rezultati bodo vplivali na odzivnost trga vrednostnih papirjev. Pregled poslovanja zadnjih treh let je običajen, v kolikor ne gre za podjetja, ki so mlajša od treh let, kar velja predvsem za novoustanovljena tehnološka podjetja. Pri procesu prvega javnega razpisa je stabilnost in rast podjetja bolj pomembna od samih ločenih števil, kot sta obseg prodaje oziroma neusklajen dobiček iz poslovanja. Na primer poskus povečanja prodaje v zadnji četrtini leta, da bi presegli zastavljene planske cilje, se lahko izkaže za slabo poslovno potezo pred prvim javnim razpisom, saj bodo po vsej verjetnosti številke o prodaji v prvi četrtini naslednjega leta izkazovale zmanjšanje prodaje in lahko se zgodi, da investitorska javnost na takšne impulze odreagira negativno, kar povzroči zdrs cene delnic podjetja na trgu.

Bistvenega pomena je tudi priprava same organizacije na javno poslovanje, kar pomeni čisto računovodsko poslovanje, ki bo zadoščalo potrebam poslovanja po prestrukturiranju podjetja in prehodu na bolj zahtevno računovodstvo ter pripravljenosti na revizijo.

3.5. Določanje osebne strategije žetve podjetnika

Vodenje uspešnega podjetja v proces prve javne izdaje delnic bo skokovito spremenilo osebno premoženje podjetnika. Izbor osebne strategije pred prvim javnim razpisom je prav tako pomemben za doseg zastavljenih ciljev kot samo odločanje v okviru podjetja (Ernst & Young LLP, 1999).

Prvi javni razpis je edinstvena priložnost za ustvarjanje lastnega premoženja zaradi povečanja vrednosti podjetja po prvem javnem razpisu. Čeprav je premoženje vezano v obliki vrednostnih papirjev, je potrebno izbrati pravo strategijo za znižanje davčne osnove osebnih in kapitalskih dohodkov ter davkov, povezanih z darilnimi oziroma opcijskimi pogodbami. Raziskave so pokazale, da presenetljivih 75% anketiranih podjetnikov, ki so svoja podjetja prestrukturirali v javne delniške družbe, ni imelo izdelane osebne premoženjske strategije (Ernst & Young LLP, 1999).

Davčna zakonodaja predstavlja izhodišče za planiranje osebne premoženjske strategije. Vnaprejšne planiranje vsakršne delitve lastniških deležev – delnic lahko privarčuje ogromne vsote davkov. Deljenje deležev družinskim članom ter ostalim dedičem, razdeljevanje opcij vodstvu podjetja ter zaposlenim je smotrno vnaprej pred prvo javno izdajo. Razdeljevanje je možno na veliko načinov in omogoča podjetniku izbor strategije, ki bo najbolj ustrezna in skladna z njegovimi lastnimi cilji in cilji organizacije. Bistvo predhodnega deljenja deležev je v pričakovanju znatnega povečanja vrednosti deležev, ki so obenem podvrženi davčni zakonodaji. Vse kasnejše transakcije so obdavčene v istem oziroma celo večjem procentu od osnove, saj je obdavčitev progresivna.

3.5.1. Znižanje transfernih davkov

Čas za varčevanje davkov je pred prvo javno izdajo delnic. To lahko naredimo z vrsto načinov med katerimi se uporabljajo predvsem naslednji (Ernst & Young LLP, 1999, str. 56):

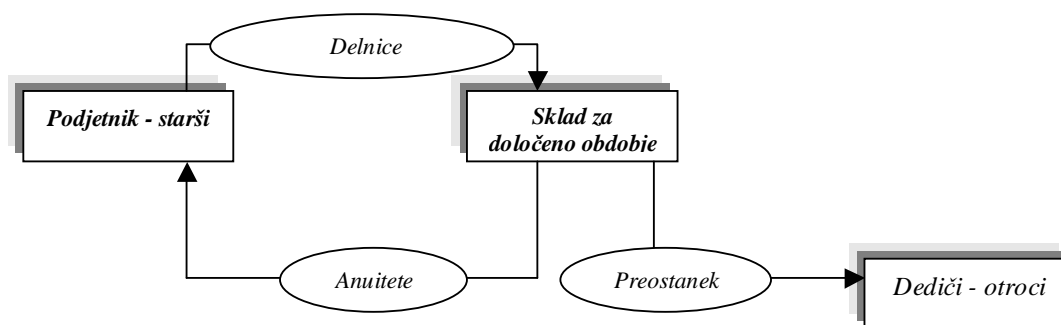
- Predhodna razdelitev procentualnih deležev v podjetju med izbrane naslednike.
- Oblikovanje sklada, v katerem bodo vpisani deleži posameznih lastnikov podjetja (takšen sklad bo zagotavljal dedičem možnost upravljanja s skladom, ne bo pa neposredno omogočal upravljanje podjetja).
- Oblikovanje sklada *Grantor Retained Annuity Trust (GRAT)*, ki zagotavlja delnice podjetja skladu dedičev v zameno za predhodno določene anuitete sklada, ki se izplačujejo darovalcu oziroma podjetniku. Preostanek sklada po določenem obdobju ostane dedičem.
- Ustanovitev družinskega finančnega podjetja za upravljanje investicij, ki razpolaga z delnicami javnega podjetja.

Vse našteje metode omogočajo prenos lastništva ob relativno nizkih stroških in minimalnih davčnih obveznostih.

Sam izbor strategije transferja lastništva je osebne narave in predstavlja podjetnikova pričakovanja oziroma namene. Odločitev o sami delitvi je običajno tudi predmet dogovora med celotnim vodstvom ter solastniki podjetja. Skladi omogočajo podjetniku, da tudi v prihodnosti s svojim kontrolnim deležem upravlja in razpolaga s premoženjem svojih naslednikov. Torej nadzor nad družinskim premoženjem ostane kljub delitvi centraliziran. Preproste delitvene pogodbe pred prvim javnim razpisom so enostavna rešitev in predvsem

ugodna za vse naslednike, ki lahko v nadaljevanju poljubno posamezno odločajo o svojem premoženju. S svojimi glasovalnimi pravicami lahko neposredno vplivajo na vodenje podjetja.

Slika 2: Sklad s predhodno določenimi anuitetami za darovalce (GRAT)



Vir: Ernst & Young LLP, 1999, str. 57.

Planiranje davčne in osebne premoženjske strategije je najbolj učinkovito, kadar je planirano ob pravem času. To pomeni, da je optimalno izstopno osebno strategijo nujno načrtovati že dolgo pred prvim javnim razpisom. V primeru ustanavljanja skladov, trustov, dobrotelčnih fondov in drugih davčno olajševalnih transakcij v obdobju neposredno pred prvim javnim razpisom, bo osebna davčna strategija bistveno manj uspešna zaradi višjih ocen vrednosti podjetja oziroma deležev podjetja. Vrednost podjetja se bo zviševala s približevanjem procesa prvega javnega razpisa. Večja vrednost pomeni plačilo večjih davkov pri prenosu lastništva podjetja. Zgodnje planiranje bo zagotovilo bolj učinkovite rezultate.

Pomembno je, da se podjetnik posveča planiranju osebne finančne strategije s takšno skrbnostjo, kot se posveča finančnim strategijam svojega podjetja. Ob tem ne smemo pozabiti na pomembno vlogo davčnih in finančnih svetovalcev, ki so nujni element pri izdelavi obeh strategij.

4. PRIMARNI TRG KAPITALA

Primarni trg kapitala je trg prvih prodaj in nakupov novih dolgoročnih vrednostnih papirjev (Mramor, 1995). Njegova glavna naloga je zbiranje presežkov kapitala gospodarskih celic in pretakanje le tega v nove investicije.

Primarna izdaja vrednostnih papirjev je definirana kot postopek oblikovanja in izdaje novih vrednostnih papirjev z namenom, da se jih ponudi na trgu vrednostnih papirjev. Po naročilu podjetja izdajo praviloma opravi investicijska banka. Funkcija investicijske banke je svetovalna, trgovalna ter vodstvena. Poznamo različne načine sodelovanja med finančnimi institucijami oziroma prevzemniki ter podjetji oziroma izdajatelji. Investicijski bankirji pogosto odkupijo celotno izdajo vrednostnih papirjev in jo nato tržijo končnim investitorjem. Skoraj praviloma k poslu pozovejo tudi druge prevzemnike in si tako razdelijo tveganje kot tudi donose ob uspešni prodaji.

4.1. Metode izdajanja vrednostnih papirjev

Izdajatelj odloči ali bo izdaja vrednostnih papirjev potekala v obliki javne ali zapte ponudbe. Za javno ponudbo mora izdajatelj predčasno pridobiti vsa ustrezna dovoljenja agencije za trg z vrednostnimi papirji. V ZDA, kjer so takšne izdaje najbolj številčne, dovoljenje izdaja nadzorni urad *Securities and Exchange Commission (SEC)*. Za uspešno pridobitev dovoljenja je potrebno izpolnjevati številne pogoje, ki jih bom v naslednjih poglavjih natančno opisal.

Metode izdajanja vrednostnih papirjev v obliki javne ponudbe (Ross, 1993, str. 560):

4.1.1. Trdna Zaveza

Prevzemnik odkupi izdajo z namenom nadaljnje prodaje drugim investitorjem. Takšna metoda je prevladujoča v razvitih tržnih gospodarstvih.

4.1.2. Komisijska prodaja

Investicijski bankir proda čim večje število vrednostnih papirjev po vnaprej dogovorjeni ceni. Precej pogosta oblika sodelovanja je sodelovanje med investicijskim bankirjem in izdajateljem.

4.1.3. Ponudba obstoječim delničarjem preko predkupnih pravic

Podjetje ponudi delnice neposredno obstoječim lastnikom znotraj podjetja.

4.1.4. "Stand by" sporazum

Investicijski bankir odkupi del primarne izdaje, katerega podjetje samo ne uspe prodati.

4.2. Funkcija investicijskega bančništva

Investicijske banke delujejo z namenom posredovanja med posameznimi gospodarskimi subjekti pri pretoku finančnih sredstev v nakup vrednostnih papirjev. Investicijske banke so specializirane finančne institucije, ki se ukvarjajo s prevzemi novo izdanih vrednostnih papirjev. Investicijski bankir lahko opravi javni razpis nove izdaje delnic namesto izdajatelja, ki nima ustreznih izkušenj in praviloma ni usposobljen za opravljanje finančnih poslov. Prevzame lahko vse vrednostne papirje, običajno s pomočjo podprevzemnikov, ki zagotovijo zadostno povpraševanje. Tako je izdaja s strani izdajatelja zavarovana pred tveganjem nepredvidenih sprememb na trgu in zagotavlja uspeh izdaje, tudi kadar trg ne pokupi vseh vrednostnih papirjev. Investicijska banka postane lastnik vseh nevplačanih vrednostnih papirjev, izdajatelj pa prejme od finančnega posrednika vnaprej dogovorjeno odkupnino.

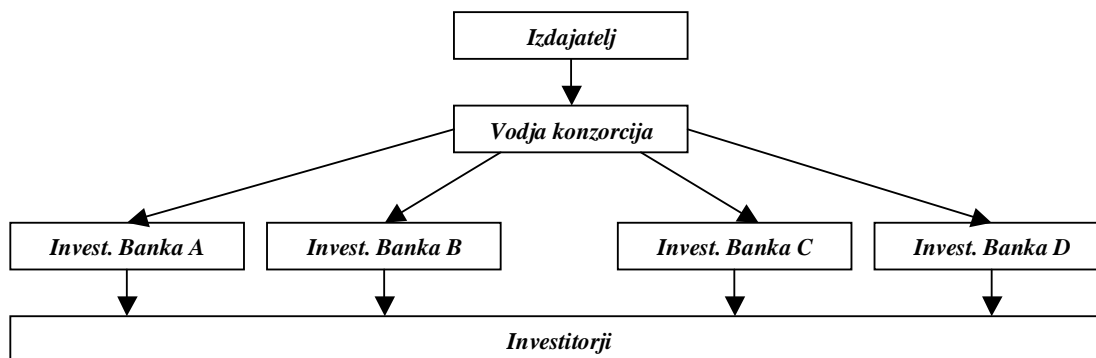
Pogosto se investicijska banka pojavlja v funkciji prevzemnika in obenem komisijskega prodajalca novo izdanih papirjev. S takšno pogodbo ne prevzame tveganja in ne zagotavlja, da bo vse vrednostne papirje tudi prodala. V primeru neuspešne prodaje vrednostnih papirjev investicijski bančnik le-te vrne nazaj izdajatelju. Predpisi določajo, kolikšen procent javne ponudbe mora biti plasiran med kupce, da bo javni razpis tudi uspel. Kadar stopnja prodaje ni dosežena, se vrednostni papirji vrnejo izdajatelju v zameno za kupnino.

Investicijska banka za svoje storitve zaračunava provizijo, kar tudi predstavlja nezanemarljiv strošek pri prvem javnem razpisu. Velikost provizije je odvisna od vrste pogodbe, obsega posla in pogajalskih izhodišč obeh strani. V primeru komisijske prodaje vključuje provizija stroške svetovanja, prodaje ter drugih administrativnih storitev. Določena je lahko v obliki fiksne cene ali pa fiksne stopnje od skupne vrednosti prodanih papirjev. Prevzem celotnega posla s strani investicijske banke zahteva premijo za tveganje. Provizija investicijske banke je v tem primeru razlika med ceno, ki jo je za vrednostne papirje plačala banka, ter ceno, po kateri je banka v končni fazi papirje tudi prodala.

Začetek sodelovanja med investicijsko banko in izdajateljem se prične na uvodnih sestankih. Določijo se glavni cilji podjetja, kot so višina kapitala, ki ga podjetje želi pridobiti, vrsta predvideno izdanih vrednostnih papirjev ter izhodišča pogodbenih pogojev. Naslednji korak na poti do prvega javnega razpisa je podrobna analiza podjetja, ki jo pripravi investicijski bankir v sodelovanju z internimi strokovnjaki v podjetju. Nato se v banki natančno oceni potencialno povpraševanje po izdanih vrednostnih papirjih glede na predvideno ceno, ki jo določijo v zaključku, običajno le en dan pred izdajo po posvetu z vodstvom podjetja in ob upoštevanju trenutnih tržnih razmer. Pri takšnih analizah sodelujejo tudi druge specializirane strokovne firme, ki podajo svoje mnenje o podjetju in izdaji. Revizorji izvršijo revizijo finančnega stanja izdajatelja in pomagajo pripraviti dokumentacijo za pridobitev ustreznih dovoljen s strani nadzornega organa za prvi javni razpis. Med procesom sodelujejo pravniki, ki spremljajo zakonske zahteve in usklajujejo, preverjajo in pripravljajo dokumentacijo. Po opravljenih študijah, reviziji, posvetih in po preverjanju stanja na trgu investicijski bankir sestavi prevzemno pogodbo. Končna pogodba zajema vse pogoje odkupa, razen cene vrednostnih papirjev, ki se določi, kot sem že omenil, zadnji dan pred začetkom izdaje.

Oblikovanje konzorcija investicijskih bankirjev je pogosto in je prisotno predvsem pri večjih poslih. Glavna investicijska banka pokliče k sodelovanju druge banke, s katerimi goji poslovne stike in oblikuje se skupni konzorcij, ki je zadosti močen, da lahko prevzame tveganja in z večjo zagotovostjo proda celotno izdajo. Investicijski bankirji imajo navezane stike s številnimi institucionalnimi investitorji, kot so skladi, zavarovalnice in finančne ustanove. Za izkupiček celotne razlike v ceni, ki je bila predvidena za določeno izdajo vrednostnih papirjev, je potreben precejšen tržni napor in ni neobičajno, da se v tej razliki najdejo tudi razna druga finančna podjetja, ki izposlujejo popuste za količinski odkup in nadaljnjo prodajo. Slednje velja predvsem za izdaje, ki niso izpolnila popolnih pričakovanj.

Slika 3: Oblikovanje konzorcija investicijskih bankirjev



Glavni razlogi za oblikovanje konzorcija prevzemnikov (Weston, Copeland, 1992, str. 896):

- Posamezen investicijski bankir ni finančno zmožen izvesti velike izdaje.
- Vodja konzorcija želi razpršiti tveganje.
- Več investicijskih bank ima boljše informacije o trgu in lažje obvladuje trg.
- Uporaba večjega števila trgovcev zmanjša prodajne stroške.

4.3. Vrste javne ponudbe vrednostnih papirjev

4.3.1. Prvi javni razpis vrednostnih papirjev

Prvi javni razpis pomeni prvo javno izdajo novih vrednostnih papirjev, s katero podjetje postane javno.

4.3.2. Dodatna izdaja vrednostnih papirjev

Dodatna izdaja vrednostnih papirjev je vsaka nova izdaja, ki jo podjetje lansira na trg. Bistveno je dejstvo, da so na sekundarnem trgu že prisotni vrednostni papirji podjetja, ki se odloča za dodatno izdajo. Prisotnost na trgu narekuje tudi ceno novoizdanemu papirju. Pri takšnih izdajah se lahko vrednostne papirje ponudi s predkupno pravico obstoječim delničarjem oziroma brez omejitev na trgu za denar.

5. PRVI JAVNI RAZPIS DELNIC

Prvi javni razpis delnic pomeni prvo javno ponudbo lastniških vrednostnih papirjev na trgu z namenom, da se delnice prvič prodajo javnosti. Novi vrednostni papirji nimajo primerjave na sekundarnem trgu in zato ceno oblikuje investicijski bankir pred ponudbo v dogovoru z izdajateljem.

Namen prve javne ponudbe je zbiranje denarja širše investitorske javnosti. Podjetje potrebuje denar zaradi hitre dinamične rasti v preteklosti in pričakovanega enakega trenda v prihodnosti. Razlog je lahko tudi v predragih dolžniških virih financiranja in s tem povezanim težavam za učinkovito financiranje. Od leta 1993 pa se je na svetovnih borzah, predvsem tehnoloških, razširjeno pojavil fenomen prve javne izdaje vrednostnih papirjev kot način žetve v podjetništvu. Devedeseta leta so zaznamovana z internetno evforijo in s pretiranim povpraševanjem vlagateljev po delnicah visokotehnoloških podjetij. Ta pojav je sprožil številne procese prvih javnih razpisov.

Prvi javni razpis pomeni tudi prelomnico za podjetje z vidika poslovanja in spremembe obveznosti, ki jih določajo zakonski akti. Javno trgovanje z delnicami podjetja prinese vrsto pozitivnih učinkov, ki se odražajo pri samem poslovanju podjetja, obenem pa javno trgovanje prinaša tudi določene negativne posledice.

Časovno planiranje javne izdaje lahko predstavlja najpomembnejši dejavnik, ki odloča o uspehu oziroma neuspehu. Občutljivi finančni trgi niso nikoli popolnoma predvidljivi niti enako odzivni na impulze, ki jih povzročajo vsi neposredni in posredni dejavniki. Odločitev o javni izdaji zahteva analizo trenutnega tržnega stanja, kajti sprememba realne količine denarja lahko pozroči nizko povpraševanje po novoizdanih vrednostnih papirjih. Predvsem manjša podjetja so bolj občutljiva na spremembo realne ponudbe denarja in morajo načrtovati javno izdajo še pred zmanjšanjem realne ponudbe denarja za učinkovito zbiranje planiranega kapitala. Stabilnost večjih podjetij in zaupanje investorjev se odraža v večji likvidnosti ter posredno lažji prodaji.

5.1. Prednosti in slabosti prvega javnega razpisa

Odločitev o prvem javnem razpisu vrednostnih papirjev zahteva analizo pozitivnih in negativnih posledic, ki izhajajo iz preoblikovanja zasebnega podjetja v javno podjetje. Poslovodstvo podjetja in lastniki se lahko na podlagi takšne analize odločijo o nadaljni obliki lastništva podjetja in načinu poslovanja v prihodnosti.

5.1.1. Prednosti prvega javnega razpisa z vidika podjetja

Raziskava na temo *initial public offering (IPO)*, ki jo je vodil prof. Dr. John E. Young, je potrdila v nadaljevanju našete osnovne razloge podjetnikov za odločitev o prvem javnem razpisu delnic. Primarni cilj je zbiranje kapitala za nadaljni razvoj podjetja, na drugem mestu se pojavlja želja po zviševanju vrednosti posamezne delnice podjetja in kot zadnji, vendar prav tako pomembni cilj, podjetniki navajajo ugled ter prepoznavnost podjetja v medijih, ki prinaša vrsto prednosti na različnih področjih delovanja podjetja.

Zbiranje kapitala za nadaljni razvoj podjetja

- nove investicije podjetja
- vlaganje v posodobitev strojne in ostale industrijske opreme
- povečevanje obsega potrebnih zalog reprodukcijskega materiala ter končnih izdelkov
- povečanje obsega poslovanja
- dodatno zaposlovanje
- vlaganja v raziskave
- vlaganja v nove proizvode
- zmanjševanje preteklih dolgov
- povečevanje tržnega deleža

Zviševanje vrednosti in likvidnosti delnic

- možnost žetve za podjetnike in prvotne investitorje

Ugled in prepoznavnost podjetja

- lažje nadalnje zbiranje kapitala
- nižje obrestne mere posojil zaradi boljše bonitete
- povečani ugled v družbi
- medijska pozornost
- povečanje zaupanja v podjetje zaradi transparentnosti poslovanja

5.1.2. Prednosti prvega javnega razpisa delnic z vidika ustanoviteljev

Poleg vseh naštetih pozitivnih učinkov javnega razpisa delnic, ki vplivajo na podjetje, so v ospredju pričakovani visoki finančni donosi za ustanovitelje podjetja. Finančnih donosov ob javnem razpisu delnic so deležni vsi dosedanji lastniki podjetja, ki so za svoje deleže prvotno vplačali nižje zneske. Na samo povišanje vrednosti deležev v osnovi vplivajo faktorji, kot so

večja likvidnost vrednostnih papirjev ter transparentnost poslovanja podjetja. Javni razpis delnic lastnikom omogoča lažje trgovanje z vrednostnimi papirji pod pogoji, ki se za dane papirje oblikujejo na trgu. Primeri iz ameriškega gospodarstva potrjujejo, da se ob uspešnih javnih ponudbah delnice prodajajo po 10-do 12-kratni vrednosti donosov delnic, kar nam ponazarja P/E ratio. Pri manjših podjetjih se lahko P/E ratio giblje tudi do 40-kratne višine letnega donosa.

Javni razpis omogoča investitorjem, da razpršijo svoj vložek v nov portfelj in si s tem zagotovijo večjo varnost naložbenih sredstev na dolgi rok. Investitorjem zbrana sredstva od odprodaje dela podjetja omogočajo poplačila morebitnih dolgov do banke oziroma omogočajo izplačila neizplačanih nagrad in osebnih dohodkov. Pomembna je tudi davčna zakonodaja, po kateri se mora ravnati vsaka pravna in fizična oseba in določa različne davčne stopnje na kapitalske dobičke ter osebne dohodke. S pripravo ustrezne strategije si lahko investitorji privarčujejo nezanemarljive vsote od izkupička.

5.1.3. Pozitivni učinki na zaposlene

Preoblikovanje zasebnega podjetja v javno družbo povzroči vrsto pozitivnih učinkov tudi za vse ostale zaposlene v podjetju. Statistično se odražajo višji osebni dohodki zaposlenih po izvedbi prvega javnega razpisa. Omogočeno je dodatno nagrajevanje zaposlenih z opcijami oziroma vrednostnimi papirji podjetja. Zaposlenim se omogoči delni nakup vrednostnih papirjev že pred samim preoblikovanjem podjetja in kotacijo na borzi. V takšnih primerih zaposleni ob uspešni javni izdaji dosežejo visoke finančne donose in se tako močno identificirajo s podjetjem. Vse to pa vpliva na večje zadovoljstvo zaposlenih in posredno na bolj angažirano delo in občutek pripadnosti v prihodnosti.

5.1.4. Slabosti prvega javnega razpisa delnic

Javni razpis delnic ne prinaša le pozitivnih učinkov in pomembno je, da se soočimo tudi z morebitnimi negativnimi posledicami, ki jih prehod iz zasebne v delniško družbo lahko povzroči. Negativne učinke lahko ob dobrem poznavanju problema in pripravi ustrezne strategije zmanjšamo, ne moremo pa jih popolnoma odstraniti. Negativne učinke prvega javnega razpisa bom v nadaljevanju strnil v tri skupine.

Razkritje podatkov, povečanje odgovornosti

Razkritje podatkov podjetja je nujno zaradi lastniške strukture, ki jo bo podjetje imelo po prvem javnem razpisu. Javno objavo vseh pomembnih podatkov zahteva zakon, ki ureja javne delniške družbe. Tudi kotacija na borznih trgih je pogojena z vrsto pogojev, med katerimi je seveda tudi zahteva po popolnem informiranju javnosti o tekočem in preteklem poslovanju podjetja. Pred prvo javno izdajo je podjetje dolžno izdelati prospekt, v katerem so na voljo vse predpisane informacije. Prospekt se obenem uporablja tudi kot tržno orodje s strani investicijskih bankirjev, ki so bodisi prevzeli celotno izdajo vrednostnih papirjev oziroma so zgolj komisijski posredniki pri prodaji novoizdanih vrednostnih papirjev. Razkritje podatkov, kljub lažjemu dostopu konkurenčnih podjetij do vseh zanimivih informacij, podjetju načeloma ne škoduje. Bistvo razkritja podatkov je v odgovornosti ravnateljstva podjetja za svoja ravnanja do delničarjev. Na podlagi korektnega poročanja lahko delničarji sprejemajo ustrezne odločitve.

Nadzor nad vodenjem podjetja

Po uspešno opravljenem prvem javnem razpisu bodo primarni delničarji podjetja imeli manjše deleže v lastniški strukturi kot prej. Vsi negativni dejavniki javnega razpisa se načeloma odražajo v spremenjenem načinu poslovanja podjetja. Vodstvo podjetja bo v procesu javnega razpisa izgubilo nekaj kontrole, ki jo bo nadomestil nov svež kapital ter drugi pozitivni učinki javnega razpisa. Pomembno izgubo kontrole predstavlja tudi izguba časa, ki je posledica vaskodnevni aktivnosti ravnateljstva po preoblikovanju podjetja v javno delniško družbo.

Visoki stroški, povezani z javno izdajo

Visoki stroški javne izdaje so v ospredju pri odločanju številnih podjetij o smislu preoblikovanja v javno podjetje. Povečanje stroškov ne pomeni samo enkratne stroške zaradi priprave na izdajo, izdaje delnic, ter kotacijskih prispevkov, temveč tudi povečanje stroškov na dolgi rok zaradi obveznosti, ki jih podjetje prevzame s tem, ko postane javno in kotira na borznem trgu. Uspešna podjetja oziroma podjetniki si takšno povečanje stroškov razlagajo kot strošek, ki je potreben za izvedbo večjih poslov v prihodnjem obdobju.

5.2. Interni in eksterni strokovnjaki pri prvem javnem razpisu

Uspeh procesa preoblikovanja zasebnega podjetja v javno družbo bo v pretežni meri odvisen od usklajenosti in prizadevnosti celotne skupine internih in eksternih strokovnjakov. Svetovalci podjetja Ernst & Young so v svojih raziskavah prišli do ugotovitve, da so za uspešno javno ponudbo ključne tri skupine v procesu sodelujočih udeležencev:

- a) talentirana, kvalificirana interna skupina zaposlenih uslužbencev in poslovodij,
- b) odločna in strokovno usposobljena uprava podjetja,
- c) kvalitetena skupina eksternih strokovnjakov.

5.2.1. Poslovodstvo podjetja (Management)

Poslovodstvo podjetja predstavlja interni del skupine, ki uresničuje naloge, potrebne za prestrukturiranje podjetja. Na podlagi zaupanja v poslovodstvo podjetja se kasneje odločajo tudi institucionalni investitorji, ki so najpomembnejši za uspešno zaključeno javno ponudbo. Med nefinančnimi kriteriji se v ospredju pojavlja kriterij usposobljenosti in zaupanja.

5.2.2. Nadzorni svet (Board of Directors)

Nadzorni svet podjetja ima številne formalne in neformalne naloge. Primarna formalna naloga nadzornega sveta je spremljanje in nadzorovanje izvajanja poslovnega načrta, usmerjanje in potrjevanje predlogov vodstva, nadzor organov v podjetju in druge. Poleg formalnih funkcij, ki jih opravlja, ima dober nadzorni svet še številne obstranske naloge, kot so svetovanje vodstvu, lobiranje, sodelovanje na pogajanjih, podpora vodstvu pri izvrševanju načrtov in drugo. Nadzorni svet dobi svoj pravi pomen šele po preoblikovanju podjetja v javno delniško družbo. Širša javnost bo pričakovala ustrezno kredibilno nadzorovanje podjetja in ukrepanje v skladu s pooblastili, kadar bo to potrebno za zaščito interesov lastnikov kapitala. Priporočljivo je, da so člani nadzornega sveta zunanji neodvisni strokovnjaki različnih področij. Nadzorni organ izglasuje skupščina delničarjev.

5.2.3. Zunanji svetovalci (Consultants and Advisors)

Ne glede na usposobljenost poslovodstva in kvaliteto zaposlenih strokovnjakov v velikem, srednjem oziroma majhnem podjetju obstajajo vedno področja v poslovnem procesu, kjer lahko podjetje s pomočjo zunanjih svetovalcev učinkovito izboljša oziroma doseže zastavljene cilje. V procesu prestrukturiranja so nujni neodvisni svetovalci, ki lahko objektivno sodelujejo v pogajanjih med vodstvom podjetja in ostalimi udeleženci. Pomembno je, da imajo svetovalci številne izkušnje ter da so izbrani s strani vodstva podjetja.

5.2.4. Revizorji (Accountants)

Zakon o gospodarskih družbah (ZGD) predpisuje obligacije delniških družb, med katerimi je tudi letna revizija. V skladu s pravilnikom borze in Zakonom o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP) je potrebna uspešno opravljena revizija pred prvo javno izdajo delnic. Izbor revizorjev je odločujoč za nadalno zaupanje investorjev. V svetu je uveljavljenih pet vodilnih revizorskih hiš (Arthur Andersen, Ernst & Young, Price Waterhouse Coopers, KPMG, Deloitte and Touche) in izbor enega izmed navedenih podjetij vpliva pozitivno na zaupanje potencialnih investorjev. V Sloveniji so prisotne vse navedene hiše z izjemo hiše Arthur Andersen. Za izdajo dovoljenja prve javne ponudbe s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev se mora podjetje odločiti za eno izmed revizijskih hiš, ki ima avtorizacijo že omenjene agencije.

5.2.5. Pravniki (Attorneys)

Naloga pravnikov v procesu prve javne izdaje je pravilno izpolnjena in vložena dokumentacija, ki ustreza vsem zakonom in predpisanim določilom. Pravniki aktivno sodelujejo pri nastajanju prospekta za javno izdajo v smislu preverjanja popolnosti vsebine, ki je predpisana v pravilniku borze ter Agencije za trg z vrednostnimi papirji. Ustrezna izkušnost in usposobljenost pravnikov na področju javnih razpisov vrednostnih papirjev je nujen pogoj.

5.2.6. Oblikovalci tiskovin (Financial Printers)

Oblikovalska podjetja, ki se ukvarjajo z izdajo finančnih dokumentov izdelajo vse potrebne dokumente, tiskovine in prospekte. Pomembnost ustrezne prezentacije široki javnosti zahteva usposobljene tekstopisce, lektorje, oblikovalce in svetovalce na področju vizualnih komunikacij.

5.2.7. Svetovalci za odnose z javnostjo (Financial Public Relations)

Pretok informacij do borznih posrednikov, delničarjev, investorjev, medijev in široke javnosti sproža zanimanje in povpraševanje na trgu. Posledice komuniciranja se hitro odražajo na trgu in neposredno vplivajo na končni izid javne izdaje.

5.2.8. Prevzemniki (Underwriters)

Redka podjetja se odločajo za prvi javni razpis vrednostnih papirjev brez sodelovanja investicijskega bankirja, ki praviloma bolje pozna metode vrednotenja vrednostnih papirjev, ima vzpostavljene stike z investitorji ter potrebne izkušnje za realizacijo posla. Odločitev o izboru prevzemnika je napomembnejša odločitev in zato zahteva vso pozornost interne skupine ljudi v podjetju, ki so zadolženi za organizacijo prve javne izdaje. Odločitev o prevzemniku je sprejeta na podlagi dejavnikov:

- a) ugled prevzemnika (zagotavlja zaupanje in zvišuje ceno delnicam podjetja),
- b) iskanje investitorjev (Prevzemnik vključuje v proces nadaljnje prevzemnike, med katerimi je sklenjena pogodba. Aktivno navezovanje stikov z potencialnimi investitorji),
- c) izkušnje (Pomembnost izkušenj ne moremo izključiti. Primarna naloga prevzemnika je vodenje procesa od začetka do konca in podpora vodstvu podjetja.),
- d) dolgoročno sodelovanje (Podpora po zaključenem procesu je nujna za stabilizacijo cene delnice na trgu. Prevzemniki analizirajo celoten proces in svetujejo vodstvu.),
- e) predprodajne ponudbe (Pred začetkom procesa prve javne izdaje je potrebno obiskovati investitorje, tolmačiti prospekt in lobirati v finančnih krogih. Vse to doprinese h končnemu rezultatu.).

5.3. Stroški prvega javnega razpisa

Med negativne učinke javne ponudbe se uvrščajo stroški, povezani z izpeljavo posla. Proces prvega javnega razpisa je namenjen zbiranju denarja, vendar brez predhodnega denarja ni mogoč. Podjetje mora imeti denar, da iztrži denar.

5.3.1. Neposredni stroški

Med neposredne stroške spadajo stroški svetovalskih honorarjev, pravnikov, revizorjev, prevzemnika in drugi. Poleg stroškov strokovnjakov so dodatni stroški posledica pridobivanja ustrezne dokumentacije.

Eden izmed ključnih neposrednih stroškov je provizija investicijskega bankirja. Ta se razlikuje glede na obseg posla in znaša približno 7% vrednosti posla v ZDA. V Evropi so te provizije nižje in znašajo približno 4% vrednosti izdaje.

5.3.2. Posredni stroški

To so vsi stroški, ki so povezani z izgubo časa internih sodelavcev podjetja ter s podcenjenostjo izdaje delnic na trgu.

5.4. Pripravljenost podjetja na prvi javni razpis

Splošni kriteriji, ki bi določali velikost podjetja, zrelost podjetja, profitabilnost oziroma panogo kot izhodišče za prvi javni razpis delnic ne obstajajo. Na podlagi preteklih uspešnih javnih razpisov je mogoče sklepati kako vplivajo naštetih kriteriji na investitorje.

5.4.1. Velikost podjetja

Klasični kriteriji so velikost letnega prometa oziroma realizacija podjetja ter dobičkonosnost, vendar se dandanes vedno bolj kot kriterij uveljavlja tudi tržna kapitalizacija podjetja.

Internetna eforija je sprožila vrsto prvih javnih razpisov, v katerih pa so konvencionalni klasični kriteriji izgubili ves svoj pomen. Prevzemniki so velikostne kriterije nadomestili s kriteriji privlačnosti podjetja ter preostalimi nefinančni kriteriji. Prevzemniki in investitorji sodelujejo s podjetji, ki predstavljajo nove inovativne produkte z velikim potencialnim trgom. Bistven kriterij in podlaga za zaupanje predstavlja vodstvo podjetja ter dosedanje reference ljudi, ki stojijo za danim projektom.

Združevanje podjetij pred prvo javno izdajo lahko koristno vpliva na vse naštetih kriterije in omogoča uspeh, ki brez združitve ne bi bil mogoč.

5.4.2. Rast podjetja

Stabilna in hitra rast podjetja, ki se pripravlja na prvo javno izdajo delnic je nujen pogoj, za ustrezno povpraševanje po delnicah na trgu. Na podlagi raziskav podjetja Ernst & Young

analitiki priporočajo pričakovano rast podjetja v območju 15 do 25 odstotkov letno. Inovativni produkti, velik tržni delež, panoga ter drugi dejavniki vplivajo na potencial rasti podjetja.

5.4.3. Dobičkonosnost

V pričakovanju donosa investitorji nalagajo denar, bodisi v obliki dividend bodisi v obliki kapitalskega donosa v prihodnosti. V preteklosti se je izkazalo, da so investitorji bolj naklonjeni podjetjem, ki izkazujejo stabilno in hitro rast, ter da so indiferentni med ustrezno stopnjo pričakovane rasti in na drugi strani stabilnim in manj tveganim dividendam. Uspešnost na trgu se odraža na dolgi rok in s potencialom podjetja, da v daljšem obdobju izkazuje stabilno rast in dobičkonosnost. Dejstvo je, da se tudi investitorji, ki sodelujejo na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev, razlikujejo po načinu investiranja in preferencah.

5.4.4. Poslovodstvo podjetja

Ob proučevanju kriterijev prevzemniki in investitorji dopuščajo določene pomankljivosti, v kolikor obstaja močno zaupanje v poslovodstvo podjetja, vendar na področju podpore poslovodstva podjetja prevzemniki niso pripravljene sklepati kompromise. Ljudje, ki vodijo procese so ključni element in zato predpogoj za uspeh podjetja na trgu. V novih internetski podjetjih, kjer je vse temeljilo zgolj na visokih pričakovanjih in na zaupanju v vodstvo, je glavno vlogo odigrala sposobnost medijskega komuniciranja vodstva podjetja.

6. AKTIVNOSTI, USMERJENE K DODAJANJU VREDNOSTI PRVEMU JAVNEMU RAZPISU DELNIC

Odločitev o prvem javnem razpisu delnic je primerna, ko se podjetje nahaja v optimalni tržni poziciji, z dobrimi izgledi za prihodnost in ima ustrezen kader, tako tehnološki kot tudi vodstven. Podjetja, ki so uspešno nadaljevala obdobje po prvem javnem razpisu so se na podlagi raziskav Ernest & Young-ovih konzultantov, izkazala za najbolj uspešna med enakimi tudi že v obdobju pred prvim javnim razpisom. Poleg vseh dejavnikov, ki odločajo o strategiji prvega javnega razpisa je pomembno preučiti tudi možnosti za strateške spremembe znotraj podjetja, ki bi lahko pozitivno vplivale na povečano vrednost podjetja pred, med in po prvem javnem razpisu.

6.1. Strateški prevzemi

Obstajajo številni razlogi za odločitev o strateških prevzemih podjetij v obdobju pred prvim javnim razpisom. Strategija prevzema omogoča pridobitev novih produktnih programov, tehnologij, distribucijskih kanalov ter kapacitet oziroma proizvodnih zmogljivosti. Učinkovita strategija prevzemov je lahko ugodnejša od investicij v željene resurse in obenem zagotavlja dodano vrednost na podlagi pridobitve človeškega kapitala.

Uspešno zaključen prevzem lahko doda vrednost prvemu javnemu razpisu zaradi povečanja prihodkov in dobičkov podjetja. Podjetje z uspešnim prevzemom doseže, ter preseže kritični obseg poslovanja nad katerim je lahko konkurenčno na trgu.

Prevzemne aktivnosti so tudi signal podjetja, da je vodstvo agresivno, usposobljeno in kredibilno za vodenje javne gospodarske družbe.

6.2. Rizični kapital (*Venture Capital*)

Rizični kapital je pogosto namenjen podjetjem, ki se ne uspejo kvalificirati za kakršnokoli alternativno obliko financiranja. (*venture capital*) je primeren za hitro rastoča podjetja z velikim potencialnim trgom, moderno tehnologijo ter ekspertnimi znanji oziroma zaščiteni patenti. Potencial takšnih podjetij obeta nadpovprečne donose na vložena sredstva, kar je tudi pričakovanje investitorjev glede na stopnjo tveganja pri naložbi.

Pomembno dejstvo financiranja z rizičnim kapitalom je opcija žetve za finančne investitorje v določenem trenutku prihodnjega obdobja. Investitorji lahko zahtevajo navadne delnice, prednostne delnice oziroma tudi obveznice, menljive v delnice pod dogovorjenimi pogoji. Ne glede na dogovorjeno obliko finančnega paketa je razumljivo, da je težnja investitorjev realizacija investicijskih profitov v določenem obdobju. Doba financiranja je običajno določena na pet do sedem let. Nekatere pogodbe vključujejo zahtevo investitorja po prvem javnem razpisu, druge vključujejo opcijo notranjega odkupa vodstva (*management buy out – MBO*), obstaja pa tudi možnost, da se podjetje proda tretjemu podjetju.

Notranja aktivnost rizičnih kapitalistov v podjetju je odvisna od številnih dejavnikov. Načeloma ne poskušajo prevzeti vodilno vlogo pri vodenju podjetja, saj z investicijo izkazujejo zaupanje v poslovni model ter vodstvo podjetja. Naloga investitorjev je skrbno nadzorovanje poslovanja podjetja in aktivna vloga pri podpori vodstva podjetja. V kolikor se

izkaže, da vodstvo ne izpolnjuje zastavljenih ciljev, rizični kapitalisti ne oklevajo z zamenjavo vodstva za to, da bi preprečili neuspeh investicije.

Iskanje rizičnega kapitala zahteva specifičen pristop in pomeni pripravo poslovnega načrta z vsemi potrebnimi podnačrti. Izbor ustreznega investitorja ni pogojen samo s pripravljenostjo za investiranje, temveč tudi na podlagi dejavnikov, ki bodo vplivali na končni uspeh investicije. Načeloma se izbira investitorje glede na panogo, geografsko območje, strokovno podporo ter seveda tudi glede na pogoje, ki jih ponujajo za svoj rizični kapital. Pretežno se investitorji osredotočijo na določene panoge oziroma področja delovanja, kjer dobro poznajo razmere na trgu. Odločitev o deležu, ki ga bo za svoj denar prejel investitor je na strani lastnikov podjetja, ki iščejo kapital in predstavlja izhodišče za pristop k pogajanjem. Za uspešen zaključek pogajanj pa je nujen usklajen objektivni cilj obeh strani.

6.3. Direktna prodaja delnic (*Private Placements*)

Klub temu, da je cilj vodstva podjetja javni razpis delnic je možna predhodna oblika zbiranja potrebnega kapitala z direktno prodajo delnic manjšemu številu privatnih investitorjev. Direktna prodaja delnic je stroškovno cenejša, postopkovno lažje izvedljiva in predvsem časovno bolj ugodna za podjetja, ki zbirajo kapital.

6.4. Oblika dolžniško lastniškega financiranja (*Mezzanine Financing*)

Manj znana možna oblika financiranja podjetij je kombinacija dolžniško lastniškega financiranja. Takšno financiranje je po ameriških kriterijih primerno za podjetja, ki so že prešla prvo obdobje hitre rasti in letno ustvarjajo prihodke v višini od pet do sto milijonov ameriških dolarjev, ob tem pa niso sposobna generirati finančnih presežkov za potrebne investicije. Takšna podjetja težko pridobijo ustrezna posojila pod sprejemljivimi pogoji. *Mezzanine financing* pomeni, da podjetje poleg fiksnih obrestnih mer za določeno posojilo odstopi tudi delež lastnih delnic, ki je običajno od pet do petnajst odstoten. Prav zaradi opcije lastniškega deleža v podjetju se investitor odloči za rizično posojilo. Fiksne obrestne mere so pri takšnih poslih nizke in predstavljajo le del donosa investitorja. Preostanek donosa se skriva v vrednosti deleža, ki ga je investitor v podjetju pridobil. Izhodiščni pričakovani donosi za takšne posle znašajo okoli petindvajset odstotkov, kar je še vedno bistveno manj od pričakovanih donosov *venture capitalistov*. Prav tako bodo zahteve po izstopni strategiji investitorjev podobne tistim, ki so značilne za rizične kapitaliste. Pogosta izstopna strategija prav za takšno obliko financiranja pa je ponovni odkup delnic s strani podjetja (*buy back*), ki investitorju zagotovi provizijo. Takšni obliki financiranja lahko sledi prvi javni razpis delnic,

ki bo zbral zadostna sredstva, da se izplača investitorje. V vlogi (*mezzanine*) investitorjev se pojavljajo tudi institucije kot so zavarovalnice in banke.

6.5. Združena podjetja in strateške alianse (*Joint Ventures and Strategic Alliances*)

Strateška partnerstva so oblikovana z namenom uresničitve obojestranskih interesov. Sklepajo se v vseh oblikah med enako velikimi podjetji, kot tudi med različno velikimi podjetji in se uresničujejo s kapitalskim povezovanjem.

Tipična oblika strateškega povezovanja je prodaja minornega deleža manjšega podjetja, podjetju s katerim se povezuje. Močnejši strateški partner bo ob takšni transakciji pričakoval tudi koristi v obliki podjetniškega potenciala vodstva podjetja s katerim se strateško povezuje, dostop do novih tehnologij, razširitev produktnega asortimana oziroma prihodnje potencialne donose strateškega partnerja. Zaradi vseh navedenih koristi zahtevajo strateški investitorji relativno nižje lastniške deleže, kot bi jih zahtevali finančni investitorji.

Drugi način povezovanja je ustanovitev skupnega združenega podjetja *joint venture* z namenom, da se skupaj uresničuje določene projekte kot so razvijanje novih produktov, skupno trženje in drugo.

6.6. Rekapitalizacija

Rekapitalizacija prinaša številne pozitivne učinke podjetju. Omogoča vodstvu podjetja, da izvaja zastavljene strategije in dosega cilje. Obenem pa tudi zvišuje kredibilnost podjetju na trgu in je še posebej dobrodošla pred prvim javnim razpisom.

Prav rekapitalizacija se lahko uporablja kot primeren vzvod, za žetev investitorjev v podjetništvu. Takšna žetev je mogoča na podlagi zadolževanja podjetja tik pred prvim javnim razpisom, s katerim bodo zbrana zadostna sredstva, da bo dolg podjetja v celoti izplačan. Podjetje s posojili delno izplača prvotne lastnike, ki običajno obdržijo minorne deleže v podjetju. Z uspešnim prvim javnim razpisom podjetje pridobi lastniška sredstava in z njimi odplača dolžniške vire financiranja. To je tudi edina možna takojšna žetev dela premoženja lastnikov podjetnikov, ki jo trg razume in tudi odobrava.

7. PRVI JAVNI RAZPIS DELNIC KOT NAČIN ŽETVE V PODJETNIŠTVU

Kot sem že omenil prvi javni razpis teoretično ne spada med klasične strategije izstopa za podjetnike. Novi investitorji, za katere prvi javni razpis pomeni vstop v lastniško strukturo podjetja, ne želijo videti proces prvega javnega razpisa kot izstopno strategijo dosedanjih lastnikov in vnovčevanje podjetniških sadov. V večini primerov določijo prevzemniki (investicijski bankirji) ostre restrikcije, ki prvotnim ustanoviteljem in vodstvu prepovedujejo prodajo lastnih deležev v podjetju za določeno obdobje. S tem si novi investitorji zagotovijo stabilnost poslovanja v prihodnosti z dosedanjimi renomiranimi kadri, ki so se v preteklosti izkazali kot uspešni in vredni zaupanja investitorjev. Restrikcije so časovno omejene in predstavljajo varovalko pred vnovčevanjem lastniškega kapitala v podjetju, ki bi lahko usodno vplivalo na stabilnost cene delnic. Za časovno obdobje, v katerem se lastnikom prepoveduje prodajo delnic se uporablja termin *lock up periode*. Pogosto cene delnic na borznem trgu padejo po omejitvenem datumu, ki ga določa pogodba med izdajateljem in prevzemnikom. Čeprav je prvi javni razpis lahko idealna izstopna strategija za finančne investitorje venture kapitaliste moramo razumeti, da je prvi javni razpis za ustanovitelje podjetja zgolj prvi legitimni korak v procesu večstopenjske izstopne strategije. Nasednji korak, ki bo potreben za postopni izstop ustanoviteljev, bo druga javna izdaja delnic, ki bo predvidoma planirana za obdobje treh do štirih let po prvi javni izdaji. Šele druga javna izdaja predstavlja pravo priložnost za prodajo večjih deležev ustanoviteljev in pogosto se izstopna strategija dokončno zaključi šele pri tretji javni izdaji oziroma v roku petih do desetih letih po preoblikovanju podjetja v javno delniško družbo in po vstopu na borzni trg. Prvi javni razpis je lahko delna izstopna strategija, vendar predvsem za podjetnike, ki so pripravljeni daljše obdobje voditi podjetje po že uspelem prestrukturiranju v javno podjetje.

7.1. Žetev finančnih investitorjev (*Venture Capital exit*)

Namen teh investitorjev je odkrivanje investicijskih priložnosti v zgodnji začetni fazi. V zamenjavo za finančna sredstva pridobijo v podjetjih deleže, ki so običajno tako veliki, da lahko z njimi vsaj delno kontrolirajo in usmerjajo podjetja. Željeni deleži finančnih investitorjev so običajno v območju od 20% do 50% in le izjemoma presegajo navedene vrednosti. Poleg finančnih sredstev venture kapitalisti dodajajo vrednost svojim naložbam z aktivnim vključevanjem v procese vodenja podjetja. Svetujejo podjetnikom, lobirajo na raznih nivojih, promovirajo podjetja, sodelujejo pri izboru kadra in številnih drugih procesih. Podjetniki se že dolgo zavedajo, da ni vsak venture kapital enako dober denar, zato iščejo tako imenovani *smart money*. Financiranje z lastniškim kapitalom se popolnoma razlikuje od

financiranja z dolžniškim kapitalom saj rizični kapital prevzema tudi tveganje in obenem prinaša v podjetje dosedanjim lastnikom partnerja.

Finančni investitorji pogosto zahtevajo vnaprejšno izdelavo izstopne strategije za podjetje, v katero se odločijo investirati del portfeljskih naložb. Časovni okvir od začetne investicije pa do izstopa je lahko krajši od dveh let oziroma tudi daljši od desetih let. Časovni okvir se določa glede na panogo, v kateri bo podjetje delovalo, poslovni načrt, pričakovane tržne trende ter poslovno strategijo finančnih investorjev. Ob izstopu finančni investitorji ponovno preučijo trenutno tržno vrednost naložbe in pričakovano donosnost investiranih sredstev in se pogosto odločijo za držanje manjšega lastniškega dela podjetja, v kolikor se konceptualno ujema z investicijskim portfeljem.

Prvi javni razpis delnic je ena izmed izstopnih strategij, ki jih uporabljajo finančni investitorji. Za razliko od ustanoviteljev podjetja lahko finančni investitorji pri prvem javnem razpisu odprodajo lastniški delež v podjetju, ne da bi pri tem resno ogrozili stabilnost podjetja in njegovega poslovanja. Venture kapital zamenja svež kapital s trga vrednostnih papirjev bodisi institucionalnih lastnikov bodisi privatnih investitorjev, ki so pripravljene finančne presežke vlagati v podjetje. Popolnoma razumljivo je, da je namen venture kapitalistov financiranje rizičnih naložb v zgodnem stadiju investiranja, kjer se pričakujejo veliki donosi (25%-50%) v zameno za veliko tveganje. Po uspešnem preoblikovanju v javno podjetje in z vstopom na borzno kotacijo je delo za venture kapitaliste opravljeno, sredstva od prodanih deležev pa se vlagajo v nove podjetniške ideje. V obdobju pozitivnega trenda borznih trgov in preseženega povpraševanja po novoizdanih delnicah podjetij so finančni investitorji prek prvih javnih razpisov uresničevali svojo izstopno strategijo z visokimi profiti.

Trenutne tržne razmere na svetovni borzah takšne izstopne strategije ne omogočajo. Uspešna izpeljava prvega javnega razpisa je na koncu od mnogih faktorjev, ki vplivajo na povpraševanje po novoizdanih papirjih odločilna. Alternativna oblika žetve oziroma izstopne strategije je odprodaja podjetja strateškim investitorjem prek procesov združevanja in prevzemov.

Prvi javni razpis delnic je najbolj zaželjena in cenjena izstopna strategija *venture* kapitalistov. V preteklih šestih letih značilnega obdobja *IPO-boom* so tehnološka podjetja dosegala naklonjenost investitorjev in povpraševanje po prvih izdajah je presevalo ponudbo. *Venture* kapitalisti so v zadnjih petindvajsetih letih v svetu financirali prek 3000 podjetij.

7.2. Žetev ustanoviteljev – pojav papirnih milijonarjev

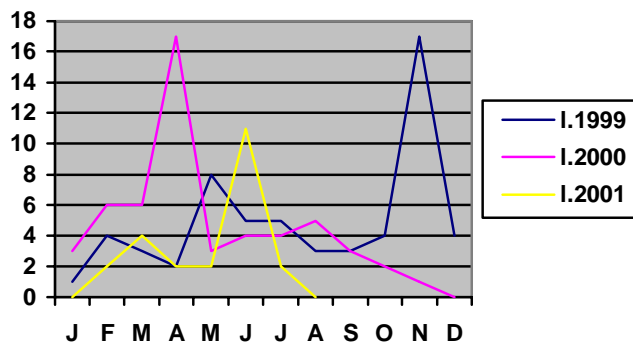
V obdobju od leta 1997 do 1999 smo bili priča strmemu porastu svetovnih borznih indeksov predvsem tehnoloških borz. Povpraševanje po prvih javnih izdajah vrednostnih papirjev visoko tehnoloških podjetij je presevalo ponudbo na trgu in cene novo izdanih delnic so dosegale večkratne vsote začetnih prodajnih cen javnega razpisa. Pojav internetne evforije, ki je dosegel svoj vrhunec v letu 1999, je povzročal problem podcenjenosti prvih javnih izdaj, kar je pomenilo izgubljanje denarja oziroma posredni strošek za prestrukturirano javno podjetje, na drugi strani pa je visoko povpraševanje zvišalo cene delnic do skrajno nerazumnih nivojev in s tem povečalo tržno kapitalizacijo internetskih podjetij v milijardne vsote ameriških dolarjev, kljub nizki letni realizaciji in tekoči zgubi iz poslovanja. Prvotni ustanovitelji podjetij, ki so morali obdržati velike deleže v podjetjih zaradi *lock-up* periode so postali papirni milijonarji. Enormna premoženja niso bila niti likvidna niti niso prinašala dividend. Večina omenjenih papirnih mogotcev je večji del svojega papirnega premoženja izgubila ob koncu leta 2000 in v letu 2001, ko so vsi pomembnejši svetovni tehnološki indeksi vztrajno drseli navzdol. Tržna kapitalizacija tehnoloških podjetij na NASDAQ-u se je v povprečju zmanjšala za 75 odstotkov. Visoka pričakovanja spletnih dobičkov so se izkazala za pretirana in ponovno so prevladali zakoni klasične ekonomije.

7.3. Žetev v obdobju IPO-BOOM

Vsako podjetje, ki je v svojem imenu dodalo končnico internetske domene, je nakazalo interes preiti iz zasebnega v javno podjetje. Vsa ta podjetja so v določenem času bila pred, med obdobjem oziroma po obdobju prvega javnega razpisa in so narekovala zgodbe uspešnih podjetniških anekdot. Današnja klima na svetovnih borzah takšnih žetev ne omogoča več. Naivni kapital se je umaknil v manj tvegane naložbe, finančni investitorji in poslovni angeli pa nimajo več komu prodajati svoje deleže, pridobljene pred procesom prvega javnega razpisa.

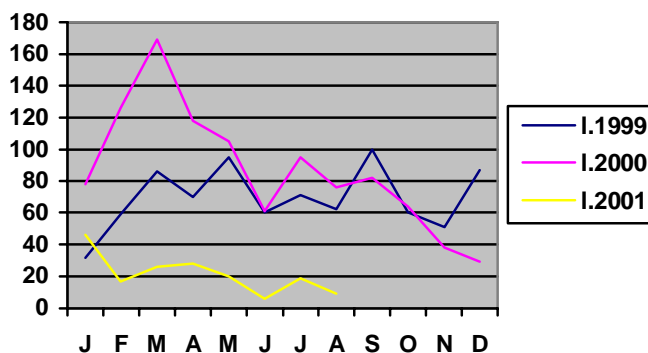
Spodnji grafi ponazarjajo obdobje *IPO-boom* in z njim povezane pojave na ameriškem kapitalskem trgu. Iz grafov je razvidno tudi prelomno obdobje in kriza po usodnem zmanjšanju kapitala na svetovnih borzah.

Slika 4: Denar, zbran s prvimi javnimi razpisi v ZDA.



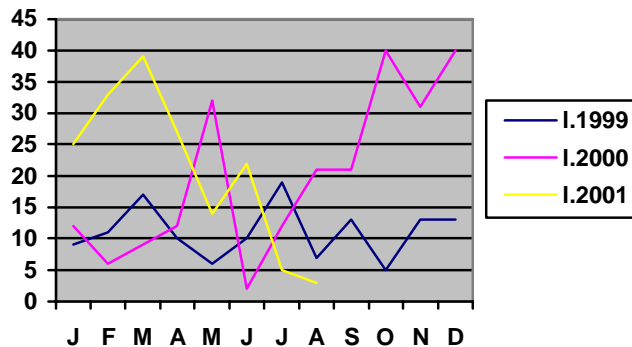
Graf prikazuje vsoto denarja, zbrano s prvimi javnimi razpisi delnic na ameriškem trgu kapitala. Zneski so v milijardah ameriških dolarjev. Iz grafa je razvidno obdobje *ipo boom* v letu 1999 in 2000.

Slika 5: Št. vlog za prvi javni razpis v ZDA.



V začetku leta 2000 je lepo razvidno močno naraščanje vlog za prve javne izdaje delnic, ki je do konca leta popolnoma zamrlo. Začetek leta 2001 odraža popolno zatišje na področju prvih javnih izdaj.

Slika 6: Št. Umikov prvih javnih ponudb v ZDA.



Tudi pri umikih prvih javnih razpisov je bilo leto 2000 najbolj spremenljivo. Št umikov je v letu 2000 poraslo iz 5 na 40 mesečno. S podobnim trendom se je pričelo tudi leto 2001 in se nato vrnilo v običajno območje med 5 do 10 umikov mesečno.

Vir: <http://www.alertipo.com/cgi-bin/ai.exe>

Spodnja tabela nam nazorno prikaže pretirano povpraševanje po prvih javnih izdajah tehnoloških podjetij. Nivo cen delnic se je v obdobju *IPO boom* dvignil do skrajno nerazumnih cen in s tem tržno kapitalizacijo podjetij povzdignil na šestdesetkratno vrednost letnih prihodkov podjetij. Za primerjavo si lahko ogledamo podjetja *stare ekonomije*, kot so na primer letalske družbe. United Airlines, ki ima letne prihodke v višini 17.8B USD ima tržno kapitalizacijo cca 4B USD. Celotna ameriška prevozna letalska industrija ima skupno ocenjeno tržno kapitalizacijo 35B USD, kar je približno enako kot podjetje AKAMI z dvesto zaposlenimi in letno realizacijo 2 mio. USD.

Tabela 1: Nekaj internetnih podjetij s tržno kapitalizacijo večjo od petih milijard ameriških dolarjev na dan 31. december 1999.

| <i>Tržna Kapitalizacija</i> | <i>Simbol</i> | <i>Podjetje</i> | <i>Prva Javna Izdaja</i> | <i>Index E/P</i> | <i>Prodaja v mio. USD</i> |
|-----------------------------|---------------|-----------------------|--------------------------|------------------|---------------------------|
| 169.6 B USD | AOL | America Online | 1992 | +0,5% | 5.500 |
| 113.9 B USD | YHOO | Yahoo! | 1996 | +0.07% | 470 |
| 29.96 B USD | AKAM | Akami Technologies | 1999 | -0.02% | 2 |
| 16.30 B USD | ATHM | At Home Corporation | 1997 | -6.9% | 227 |
| 15.14 B USD | EXDS | Exodus Communications | 1998 | -0.6% | 160 |
| 15.08 B USD | TRRA | Terra Networks | 1999 | -1,2% | 16 |
| 11.59 B USD | FMKT | FreeMarkets | 1999 | 0.0% | 16 |
| 10.31 B USD | INSP | InfoSpace.com | 1998 | -0.15% | 26 |
| 9.267 B USD | FREE | Freeserve PLC | 1999 | -0.4% | 4 |
| 8.083 B USD | LCOS | Lycos, Inc. | 1996 | -1.3% | 167 |
| 8.060 B USD | SAPE | Sapient Corporation | 1996 | +0.5% | 248 |
| 7.271 B USD | NSOL | Network Solutions | 1997 | +0,3% | 176 |
| 6.937 B USD | PCLN | Priceline.com | 1999 | -2.5% | 332 |
| 6.073 B USD | SCNT | Scient Corp. | 1999 | -0,6% | 63 |
| 5.774 B USD | VERT | VerticalNet | 1999 | -0.1% | 12 |
| 5.668 B USD | CARI | CareInside | 1999 | -0.4% | 3 |
| 5.503 B USD | HLTH | Healthon / Web MD | 1999 | -0.3% | 85 |
| 445 B USD | | TOTAL | | -0.2% | 7.300 |

E/P ratio = Earnings per Share; nam pove, da so na vsakih 100 USD tržne kapitalizacije podjetja v povprečju letno izgubila 0,2 USD.

Vir: Ivo Welch; Internet Madness, januar 2000.

Razmere na svetovnih tehnoloških borzah so v obdobju velikega povpraševanja predstavljale enkratno priložnost za žetev v podjetništvu. Žetev je bila del strategije, ki je številnim podjetnikom, finančnim investitorjem in spretnim špekulantom omogočila tudi več tisočodstotne dobičke. V praksi so si lastniki ob prvem javnem razpisu zagotovili pravico do odprodaje nekaj procentov lastniškega deleža in si tako zagotovili materialno eksistenco, preostanek večinskega deleža pa je omejevala *looc-up periode* pogodba. Takšno strategijo žetve je uporabil tudi Jeff Bezos, ustanovitelj podjetja Amazon.

Tabela 2: Prvih deset najbolj donosnih delnic visokotehnoloških podjetij v letu 1999

| <i>Delnice podjetja</i> | <i>Letni donos</i> |
|-------------------------|--------------------|
| Commerce One | 2321,2 % |
| Vignette | 1986,5 % |
| Internet Capital Gp. | 1985,0 % |
| Brocade | 1740,8 % |
| Phone.com | 1628,0 % |
| Ariba | 1592,4 % |
| Qualcomm | 1430,0 % |
| Juniper Networks | 1426,9% |
| Softbank | 1392,7 % |
| Rad Hat | 1170,3 % |

Vir: Finanzen, Der 1000% club, 3, marec 2000 str. 20.

8. PRVI JAVNI RAZPIS DELNIC V SLOVENIJI

Značilnosti javnega razpisa sem predstavil že v četrtem poglavju s pomočjo ameriške literature, ki jo je izdalo revizijsko svetovalno podjetje Ernst & Young. Razlog, da sem pri pisanju diplomske naloge uporabljal predvsem ameriško gradivo, je dejstvo, da so prvi javni razpisi kot način žetve značilni za najbolj razvite finančne trge, kjer je povpraševanje zadostno in velikost trga primerna, da lahko takšen razpis tudi uspe. V obdobju rasti svetovnih tehnoloških indeksov je bila pozornost umerjena predvsem v ameriški NASDAQ.

Znani so primeri iz slovenskega gospodarstva, kjer so podjetja načrtovala tudi uvrstitev v borzno kotacijo NASDAQ. Hitro rastoče podjetje Bofex d.o.o. je v sodelovanju s finančnimi investitorji Horizonteja in Hypo banko iz Celovca pripravljalo strategijo plasmaja delnic na NASDAQ (Malus, 1999 str. 38). Načrtovanje vstopa na ameriški borzni trg je bilo prisotno tudi v nekaterih uspešnih slovenskih podjetjih, vendar se tudi zaradi spremenjenih tržnih razmer zanjo ni odločilo nobeno podjetje. Slovenska podjetja so že dalj časa, kljub posameznim prekinitvam, prisotna na londonskem borznem trgu. Skratka, slovenska podjetja poskušajo poiskati tudi tuj kapital zaradi slabega delovanja domačega borznega trga, ki je podvržen neprivlačni investitorski politiki in pa predvsem slovenski majhnosti. Zbiranje kapitala na ljubljanski borzi vrednostnih papirjev je v trenutni tržni situaciji skoraj nemogoče glede na to, da denarja primankuje že za obstoječe vrednostne papireje, ki so na borzo prišli po prestrukturiranju in olastninjenju slovenskih javnih podjetij.

Kljub vsemu lahko v prihodnosti na slovenski trg kapitala gledamo z optimizmom in pričakujemo, da bodo lahko podjetniki v sloveniji svoj kapital iskali na borzi prek prvih javnih razpisov, in sicer, da ga bodo potrebovali za rast podjetja ali pa za žetev podjetniških sadov. Tudi skladi rizičnega kapitala in finančni investitorji so prisotni na slovenskem denarnem trgu že od leta devetdeset, vendar so na slovenskem finančnem trgu relativno neopazni in bodo morali prevzeti pobudo za iskanje novih inovativnih podjetnikov, ki bodo dali zagon slovenskemu gospodarstvu ter trgu vrednostnih papirjev.

8.2. Trg vrednostnih papirjev v Sloveniji

Slovenska zakonodaja na področju finančnih trgov in borzništva je bila v preteklih letih deležna popravkov. Novi popravljeni zakon (ZTVP, januar 1994) naj bi zagotovil ustrezno zakonsko osnovo za hitrejši razvoj finančnih trgov ter zagotovil transparentnost primarnega in sekundarnega trga kapitala s pomočjo neodvisnih institucij.

8.2.1. Institucije trga kapitala

ATVP – Agencija za trg vrednostnih papirjev

KDD – Klirinško depotna družba

GIZ – Združenje članov borze vrednostnih papirjev

ZDU – GIZ – Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov

Agencija za trg vrednostnih papirjev je ponavadi javna, neodvisna organizacija, ki jo poznajo predvsem anglosaksonski finančni sistemi in je zadolžena za urejanje in nadzor trga kapitala. V skladu s slovensko zakonodajo je Agencija zadolžena za opravljanje nalog v zvezi s poslovanjem z vrednostnimi papirji, kot to določajo Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP), Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU), Zakon o prevzemih (ZPRE) in Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ZNVP). Agencija za trg vrednostnih papirjev je bila ustanovljena 13. marca 1994. Njen položaj je natančno določen z ZTVP in njenim pravilnikom. Agencija je zato kot pravna oseba samostojna in neodvisna pri izvrševanju svojih nalog in pristojnosti, o svojem delu pa letno poroča Državnemu zboru Republike Slovenije (www.ljse.si, 2001).

Pristojnost agencije za trg z vrednostnimi papirji (ATVP) je tudi nadzor nad izvajanjem javne ponudbe na primarnem trgu, nadzor na sekundarnem trgu nad poslovanjem pooblaščenih udeležencev trga, nadzor nad poslovanjem borze in KDD pri trgovanju na podlagi notranjih informacij ter nadzor nad drugimi osebami, ki opravljajo storitve v zvezi z vrednostnimi papirji.

8.2.2. Zakonodaja

Zakon o trgu vrednostnih papirjev, ki je bil sprejet 26. januarja 1994 natančno opredeljuje postopek prvega javnega razpisa oziroma javne izdaje delnic. V nadaljevanju bom povzel bistvene člene zakona, ki predpisujejo postopek prvega javnega razpisa delnic.

- Prva prodaja vrednostnih papirjev se lahko opravi le na podlagi javne ponudbe, če ni s tem zakonom drugače določeno. (4. člen ZTVP 1. odstavek)
- Pred objavo javne ponudbe mora izdajatelj pridobiti dovoljenje Agencije za javno ponudbo. (6. člen ZTVP 1. odstavek)
- Agencija določi seznam revizijskih gospodarskih družb, ki lahko revidirajo računovodske izkaze izdajatelja za potrebe javne ponudbe. (11. člen ZTVP 6. odstavek)
- Izdajatelj je dolžan predložiti Agenciji dokončno oblikovani prospekt in specimen vrednostnega papirja najpozneje sedem dni pred pričetkom javne ponudbe. Končna vsebina prospekta se ne sme razlikovati od prospekta, ki ga je odobrila Agencija ob izdaji dovoljenja. (16. člen ZTVP)
- Vpisovanje javno ponujenih vrednostnih papirjev poteka pri borzno posredniških družbah in bankah, ki jih pooblasti izdajatelj. (18. člen ZTVP)
- Izdajatelj je dolžan začeti s postopkom za vpisovanje in vplačevanje vrednostnih papirjev na podlagi javne ponudbe v 30 dneh po pridobitvi dovoljenja za javno ponudbo. (20. člen ZTVP)
- Vpisovanje vrednostnih papirjev na podlagi javne ponudbe sme trajati največ tri mesece od dne, določenega za začetek vpisovanja in vplačevanja. (23. člen ZTVP 1. odstavek)
- Če je v roku iz prvega odstavka tega člena vpisanih najmanj 80 % in vplačanih najmanj 50% vseh s prospektom ponujenih vrednostnih papirjev, lahko Agencija na zahtevo izdajatelja podaljša rok za vpisovanje in vplačevanje vrednostnih papirjev na podlagi javne ponudbe največ za dva meseca, če ni s posebnim zakonom drugače določeno. (23. člen ZTVP 2. odstavek)

- Javna ponudba se šteje za uspešno, če je v roku iz 23. člena vpisanih in vplačanih najmanj 80% vseh s prospektom ponujenih vrednostnih papirjev razen, če se javna ponudba nanaša na delnice. Če javna ponudba ni uspešna, je izdajatelj dolžan zagotoviti vrnitev vplačanih zneskov pri pravnih osebah, pri katerih je potekal vpis. (24. člen ZTVVP)

Zgornji členi nazorno opisujejo postopek prvega javnega razpisa po slovenski zakonodaji. Sam postopek se bistveno ne razlikuje od postopkov na razvitih anglosaksonskih finančnih trgih. Vsekakor podjetje ob prvem javnem razpisu potrebuje pomoč pravnih svetovalcev, ki so specializirani za gospodarsko pravo in imajo izkušnje na področju prvih javnih razpisov.

9. SKLEP

Prvi javni razpis delnic je lahko učinkovita strategija žetve v podjetništvu tako za finančne investitorje kakor tudi za same podjetnike. Dejstvo je, da je vsekakor to tudi najbolj kompleksna strategija izstopa, ki zahteva številne aktivnosti in obeta velike potencialne donose na vloženi lastniški kapital. To je oblika izstopne strategija, ki je v ugodnih tržnih razmerah daleč najbolj preferirana oblika izstopa za venture kapitaliste.

V obdobju ameriškega *ipo-boom* so se sprožile številne polemike o ustreznosti prvega javnega razpisa delnic kot načina žetve v podjetništvu. Mnenja si nasprotujejo in predvsem kritiki žetve opozarjajo na probleme izstopa lastnikov iz podjetja. Prvi javni razpis se bistveno razlikuje od vseh preostalih *čistih* strategij izstopa, kjer se eksplicitno prodaja podjetje novim lastnikom, ki si celo želijo prevzeti vodstvene odgovornosti v podjetju. Prvi javni razpis delnic je primarno namenjen zbiranju kapitala. To je oblika lastniškega financiranja v podjetju, ki pomeni prevzemanje rizikov, participacijo pri odločanju in udeležbi v dobičku. Novi investitorji vlagajo v podjetje sredstva za nadaljnjo rast podjetja, kar jim je bilo obljubljeno ob novonatisnjeni izdaji vrednostnih papirjev. Prav nihče si ne želi, da bi se denar nove izdaje pretopil v žepe uspešnih podjetnikov, ki so morda željni izstopa iz podjetja. Vodstvo podjetja predstavlja garancijo za uspešno prihodno poslovanje, rast ter dobičkonosnost podjetja. Značilnost zasebnih podjetij je ta, da so bila zgrajena na temelju uspešnega posameznika, ki ima vodstvene, organizacijske in podjetniške sposobnosti, znanje, izkušnje, vizijo ter željo in motivacijo. Izstop takšnih ključnih gonilnikov bi lahko za podjetje predstavljal resno nevarnost. Zaradi takšnih izstopnih problemov je nujno, da si podjetniki pripravijo lastno strategijo izstopa in z njo seznanijo tudi vse investitorje v podjetju. Skrbno

načrtovana strategija izstopa lahko takšne probleme odpravi in zagotovi podjetniku maksimalen iztržek, ne da bi resno ogrožal investicije njegovih naslednikov.

Prvi javni razpis delnic je velik dosežek za vsakega podjetnika, ki mu to uspe. Je del strategije rasti, del strategije izstopa in predvsem prelomna točka v poslovanju podjetja, ki je s prestrukturiranjem postalo javno podjetje. Postopen umik ustanovitelja je lahko tudi znak, da ga je samo podjetje preraslo in da podjetje potrebuje novo upravo, nove načrte in nov elan. V takšnih okoliščinah je izstop upravičen ali celo zaželen, podjetnikom pa lahko predstavlja zadovoljstvo ob žetvi in tudi ob nadaljnjem razvoju podjetja, ki so ga ustanovili.

Prvi javni razpis je postal vse prej kot lahka rutinska izstopna strategija, ki omogoča velike donose. Z zmanjšanjem možnosti uspešne izvedbe prvega javnega razpisa so prišle v ospredje druge učinkovite strategije kot so prevzemi in združitve. Vrednotenje podjetij postaja vse bolj realistično in pomeni konec obdobja lahke žetve za podjetnike. Vsa ta dogajanja povzročajo številne odpovedi predvidenih prvih javnih razpisov morda v upanju, da se bo klima na borznih trgih spremenila. Ohladitev borznih trgov pa bo vseeno povzročila tudi manj živahno *M&A* dejavnost, saj so prav prvi javni razpisi privabili kapital, ki je predstavljal kupno moč za nakupe in prevzeme podjetij.

Velike spremembe je prav v tem obdobju deležna tudi celotna panoga rizičnega kapitala angleško imenovanega *venture capital*. V obdobju pred internetsko evforijo so prav finančni investitorji rizičnega kapitala potrebovali več potrpežljivosti in so podjetja spremljali vse do tako imenovanega *breakeven*, točke preloma, kjer je podjetje začelo ustvarjati dobiček. Internetna podjetja so te zakone spremenila. Veliko povpraševanje po njihovih delnicah je finančnim investitorjem omogočalo hiter izstop preko prvega javnega razpisa z enormnimi dobički, ob tem ko so podjetja odkrito povečevala izgubo iz poslovanja. Finančni investitorji so v tem obdobju dobesedno izkoristili neracionalno evforijo. V prihodnosti bodo finančni investitorji vlagali rizični kapital v podjetja s točno določenim poslovnim modelom, ki bo sposoben zagotavljati donose in ustvarjati dobičke. Še vedno se bo nadaljeval trend konsolidiranja investicij, kar pomeni več kapitala za manj investicij in s tem zagotavljanje ekonomije obsega. Trg kapitala se zagotovo ne bo zmanjšal, spremenili pa se bodo kriteriji investitorjev pri vstopu v podjetja.

Pri preučevanju literature sem nekajkrat spremenil svoje mnenje o upravičenosti prvega javnega razpisa kot načina žetve. Poskušal sem razumeti tako podjetnike, finančne investitorje kot tudi širšo javnost. Ob koncu menim, da se lahko prvi javni razpis uporablja kot legitimna in učinkovita strategija izstopa ne samo za venture kapitaliste ampak postopno tudi za podjetnike ustanovitelje, seveda ob ugodnih borznih tržnih razmerah.

LITERATURA

1. Allen Mike: Financial Climate Continues Clouding Over for IPO's. San Diego Business Journal, 29. 1. 2001, str. 5.
2. Arkebauer James B., Schultz Ronald M.: Going Public. Chicago: Dearborn Financial Publishing, 1998. 361 str.
3. Blowers Stephen C., Griffith Peter H., Milan Thomas L.: The Ernst & Young LLP Guide to the IPO Value Journey. New York: John Wiley & Sons, 1999. 295str.
4. Brinsley John: For the IPO Millionaries. Los Angeles Business Journal, Los Angeles, 2000, 22, str. 21.
5. Brown Ken Spencer: IPOs GIVING WAY TO M&As. Orange County Business Journal, 4. 10. 2000, Vol. 23 Issue 15, p26.
6. Cudney Kevin: Are you planning an exit strategy? Denver Business Journal, 5, 1999, November, str. 14.
7. Engel Peter H.: What's your exit strategy? Rocklin: Prima Publishing, 1999. 242 str.
8. Etzel Barbara: M&A as exit path is on the upswing for VC-backed deals. Investment Dealers Digest, 21. 5. 2001.
9. Fletcher Tim: Exit strategies for venture capital in Asia. International financial law review, London, 2001, Proquest 356847290.
10. Giannini Valerio L.: IPO is False Exit strategy for Entrepreneurs. San Diego Business Journal, 21, 2000, Februar, str. 7.
11. Gimein Mark: To Cash Out? Or Not To Cash Out? Fortune, Time Inc. 20. 3. 2000.
12. Goldwasser Joan: IPO lockups. Kiplinger's Personal Finance Magazine, 4, 2001.
13. Gustke Constance: Back Door Plan. Internet World, 6. 1. 2001, Vol. 7 Issue 11, p23
14. Hahn Louria A.: Exit strategies: Merger, Sale or IPO. IPO Reporter 28. 6. 1999

15. Henricks Mark: The Party's Not Over: *Entrepreneurs Magazine*, junij 2001.
16. Hisrich Robert D., Peters Michael P.: *Entrepreneurship*, Boston: Richard D. Irwin Inc. 2. izdaja, 1992, 641 str.
17. Key Peter: IPO Blues. *Philadelphia Business Journal*, 15. 9. 2000 Vol.19, str. 32.
18. Lipschutz Rhonda: Weak IPO market forces LBO firm to pick alternative exit strategies. *Corporate Financing Week*, 15. 1. 2001, Vol. 27 Issue 2, p1
19. Malburgh Chris: A Graceful Exit. *Journal of Accountancy*, oktober 1999, Vol. 188 Issue 4, p41
20. Malus Boštjan: Strategija rasti in žetve podjetja Bofex. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 45 str.
21. Mramor Dušan: Primarni trg kapitala v Sloveniji. *Bančni vestnik*, Ljubljana, 1995, 6, str. 3.
22. Penca Primož: Skladi tveganega kapitala v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 41 str.
23. Penttila Chris: Take My IPO...Please! *Entrepreneur Magazine* junij 2001.
24. Petty William J., Martin John D., Kensinger John W.: *Harvesting Investments in Private Companies*. Boston, 1999, 221 str.
25. Ross Stephen A.: *Corporate finance*. Illinois: Irwin, 1993. 912 str.
26. Sacirbey Omar: Market Forces New Exit Strategies. *IPO Reporter*, 8. 5. 2001, Vol. 24 Issue 19, p3
27. Sandlund Chris: What Now? *Entrepreneur magazine*, junij 2001.
28. Silber Tony: Roll-ups and exit strategies. *Folio Magazine*, 1. 1. 2001.

29. Vizant Carol: Public Offerings, Private Deal. Washington Post, Washington 17. 6. 2001, stran H01.
30. Warner Malanie: Epoch's Next-Generation IPOs. Fortune, Time Inc. 2000, January 24; Merrill Lynch's E-Envy. Fortune, Time Inc. 1999, 14. junij.
31. Welch Ivo: IPO – The initial Public Offerings Resource Page. ZDA. (URL://linux.agsm.ucla.edu/ipo/iporefs.html), maj 1997, 13 str.
32. Weston J. Fred, Copeland E. Thomas: Managerial Finance. Chicago: The Dryden Press, 1992. 1182 str.

VIRI

1. Der 1000% - club, Finazen, 2000, 3, str. 20.
2. IPO statistica, [<http://www.alertipo.com/cgi-bin/ai.exe>]
3. Ivo Welch, Internet Madness, januar 2000.
4. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 6/94, 37/96).

SLOVAR

.com – internetska domena namenjena komercialnim gospodarskim subjektom

Going public – Prvi javni razpis delnic

GRAT (*Grantor Retained Annuity Trust*) – sklad s predhodno določenimi anuitetami za darovalce

Ipo (*Initial Public Offering*) – prvi javni razpis delnic

Ipo-boom – obdobje skokovitega porasta prvih javnih razpisov v ameriškem gospodarstvu od leta 1999 do 2001

Know-how – ekspertno znanje, patentirani poslovni proces, tehnologija

M&A (*Mergers and acquisitions*) – združevanja in prevzemi

MBO (*Management buy out*) – odkup delnic podjetja s strani vodstva podjetja

Nasdaq – ameriška tehnološka borza s sedežem v New York-u, borzni indeks

Smart money – denar investorjev, ki lahko dodajajo vrednost pri poslovanju podjetja

Venture capital – rizični kapital, namenjen zgodnjim naložbam v fazi razvoja podjetja