

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

ZDRUŽEVANJE INVESTICIJSKIH DRUŽB V SLOVENIJI

PRIMER PULSAR HOLDING in KRONA HOLDING

Ljubljana, april 2005

MARKO VAVPETIČ

IZJAVA

Študent Marko Vavpetič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Mateja Lahovnika, in dovolim objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 03.04.2005

Podpis _____

KAZALO

1	UVOD.....	1
2	ZNAČILNOSTI INVESTICIJSKIH SKLADOV IN DRUŽB ZA UPRAVLJANJE V SLOVENIJI.....	2
2.1	LASTNINSKO PREOBLIKOVANJE DRUŽB V SLOVENIJI	2
2.2	INVESTICIJSKI SKLADI	4
2.2.1	Vloga, razvoj in statistne spremembe PID-ov	4
2.3	NOVI IZZIVI UPRAV REDNIH DELNIŠKIH DRUŽB - HOLDINGOV	9
3	PREVZEMI	10
3.1	TEORETIČNA IZHODIŠČA	10
3.1.1	Razlaga mednarodnih izrazov	10
3.1.2	Oblike prevzemov	10
3.1.3	Motivi za prevzem.....	12
3.2	POSLEDICE PREVZEMOV ZA POSAMEZNE INTERESNE SKUPINE V DRUŽBI... ..	13
3.3	ZAKONSKA UREDITEV PREVZEMOV	15
3.3.1	Določbe slovenskega zakona o prevzemih.....	15
3.3.2	Pričakovane novosti v zakonodaji o prevzemih in odkupih družb	19
4	PRIMER PREVZEMA DRUŽBE KRONA HOLDING D.D. S STRANI DRUŽBE PULSAR HOLDING D.D.	22
4.1	PREDSTAVITEV DRUŽBE PULSAR HOLDING D.D.	22
4.1.1	Ustanovitev in splošni podatki	22
4.1.2	Organizacijska shema družbe.....	23
4.1.3	Poslovanje družbe v poslovnih letih 2002 in 2003.....	24
4.2	PREDSTAVITEV DRUŽBE KRONA HOLDING D.D.	27
4.2.1	Ustanovitev in splošni podatki	27
4.2.2	Poslovanje družbe v poslovnih letih 2002 in 2003.....	28
4.2.3	Odločitev uprave in nadzornega sveta družbe Pulsar holding d.d., glede objave javne ponudbe za odkup vseh delnic družbe Krona holding d.d.....	30
4.3	RAZLOGI ZA PREVZEM OZIROMA POVEZOVANJE OBRAVNAVANIH DRUŽB. ..	31
4.3.1	Zakaj prevzem in ne takojšnja združitve ali pripojitev.....	33
4.4	ZAOKROŽEVANJE CELOTNE SKUPINE PULSAR HOLDING	34
4.4.1	Nakup družb Euroin fond d.d. in DUS Krona d.o.o.	35
4.4.2	Povečanje naložbe v družbo PID Krona Senior d.d.	35
5	SKLEP	36
	LITERATURA	38
	VIRI.....	39

1 UVOD

Lastninjenje, certifikati, delnice, Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, pooblašene investicijske družbe, redne delniške družbe, holdingi, so v zadnjem obdobju v Sloveniji zelo pogosto omenjeni pojmi, po zaslugi novinarjev v večini primerov z negativnim prizvokom, z nezaupanjem javnosti.

Glede na to, da sem že več let aktivni udeleženec trga kapitala v Sloveniji, sem se odločil, da v svojem diplomskem delu pobliže predstavim problematiko njegovega razvoja, predvsem nastanek rednih delniških družb – holdingov, naravo njihovega poslovanja ter prihodnje izzive in priložnosti, s katerimi se srečujejo uprave teh družb. S predstavitvijo kapitalске povezave dveh novo nastalih holdingov, ki sta se preoblikovala iz pooblaščenih investicijskih družb, in sicer družbe Pulsar holding d.d. ter Krona holding d.d., sem skušal podrobneje približati problematiko majhnih skladov, ki so nastali na slovenskem trgu kapitala, njihove možnosti delovanja na trgu kapitala ter perspektive nadaljnjega razvoja.

V prvem delu diplomske naloge sem s teoretičnimi izhodišči bralcu predstavil pojme, s katerimi se srečujemo na trgu kapitala in vrednostnih papirjev, proces lastninjenja v Sloveniji, nastanek pooblaščenih investicijskih družb in družb za upravljanje. V nadaljevanju sem podrobneje opisal veljavno slovensko zakonodajo z vsemi spremembami, ki so se zgodile v preteklem obdobju, ter pričakovanimi spremembami zakonov na osnovi predpisanih smernic Evropske Unije. Osrednji del diplomske naloge je namenjen predstavitvi konkretnega primera kapitalске povezave dveh novonastalih rednih delniških družb vključno s priložnostmi in izzivi manjših skladov na slovenskem trgu kapitala. Diplomsko delo sem zaključil z oceno dejanskega stanja v enoletnem obdobju kapitalске povezanosti omenjenih skladov.

Namen diplomske naloge je prikazati nekatere pomembne vidike združevanja investicijskih družb v Sloveniji.

Metodi dela, ki sem jih uporabil pri sestavi diplomske naloge sta predvsem analiza študije primera in znanstvena diskripcija.

2 ZNAČILNOSTI INVESTICIJSKIH SKLADOV IN DRUŽB ZA UPRAVLJANJE V SLOVENIJI

2.1 LASTNINSKO PREOBLIKOVANJE DRUŽB V SLOVENIJI

Slovenija je leta 1991 uspešno izpeljala projekt osamosvojitve, želeli smo si zahodnega standarda, privatne lastnine. V nekdanji Jugoslaviji smo Slovenci veljali za delovne, uspešne in sposobne gospodarstvenike, zato smo še z večjimi pričakovanji zrl v svetlo samostojno prihodnost, prihodnost privatnega lastništva in tržne ekonomije. Vendar pa smo že kmalu na začetku spoznali, da bo prehod na privatno lastnino vse prej kot enostaven proces.

Razdelitev družbenega premoženja na način, ki bo zadovoljil želje vseh državljanov, poleg tega pa tudi pozitivno vplival na gospodarski razvoj tako države v celoti kot tudi njenih posameznih regij, je bilo vprašanje, s katerim so se ukvarjali vodilni ekonomisti, akademiki in politiki, debato pa je bilo slišati tudi v marsikateri lokalni gostilni, ko so brihtne glave, podobno kot na športnem tekmovanju navijale in zagovarjale enkrat eno, drugič drugo možnost privatizacijskega procesa. Vse to seveda dokazuje, da je bilo vprašanje zares kompleksno. Med ljudi seveda ne moreš razdeliti strojev, delovnih miz ali izdelkov nekega podjetja. Razdeliti je potrebno premoženje podjetja, ki je bilo v socializmu družbeno oz. skupinsko, od vseh in od nobenega. Podjetja so morala postati lastništvo, državljeni Republike Slovenije pa njihovi lastniki.

Osnova lastninskega preoblikovanja podjetij je bilo sprejetje Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/92), ki je bil sprejet novembra 1992. Po dolgih in mučnih razpravah, strokovnih in tudi malo manj strokovnih argumentih, je bil zakon sprejet kot kompromisna rešitev med Mencingerjevim modelom odplačne privatizacije z delavsko-managerskim odkupom in Sachs-Umekovim modelom brezplačne razdelitve delnic ter poddržavljenjem velikih podjetij (Žnidaršič Krajnc, 1994, str. 42, 43).

Z zakonom sprejeti koncept pospešene, masovne in decentralizirane privatizacije je predvidel v procesu lastninjenja ključno vlogo podjetij, zaposlenih in njihovega managementa. V skladu z zakonom so morala podjetja sama sprejeti odločitev o izbranih kombinacijah lastninjenja in načinu njihove izvedbe. Zato je prav od takratnih odločitev, v marsikaterem podjetju, še danes v bistveni meri odvisna lastniška struktura. Vloga države se je v procesu lastninjenja, z opredelitvijo ključnih sistemskih pogojev zožala in koncentrirala le na nadzorno, korekturno in informacijsko funkcijo.

Osnovna shema za razdelitev družbenega premoženja po tem zakonu je bila naslednja (Žnidaršič Kranjc, 1994, str. 82):

- 40% družbenega premoženja se prenese institucionalnim lastnikom – skladom, in sicer:
 - 20% dobi Sklad za razvoj z namenom nadaljne razdelitve tega kapitala pooblaščenim investicijskim družbam (PID-om),
 - 10% se prenese na Odškodninski sklad za pokrivanje finančnih potreb v denacionalizacijskih postopkih in
 - 10% dobi Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja.
- 40% družbenega premoženja je namenjeno odplačni privatizaciji z zakonsko določenimi načeli oz. njihovo kombinacijo (notranjim odkupom, javnim razpisom, zbiranjem ponudb, javno prodajo delnic ter posebno metodo prodaje vseh sredstev podjetja).
- 20% družbenega kapitala je namenjeno brezplačni interni razdelitvi delnic, v zameno za lastniške certifikate, ki jih RS izda vsem svojim državljanom.

Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij je torej pomenil osnovo za lastninsko preoblikovanje podjetij, vendar pa se še dolgo po sprejetju tega zakona ni vedelo, kolikšna je vrednost kapitala, ki bo predmet preoblikovanja in katera podjetja so zavezana k preoblikovanju, kar je privedlo tudi do tako imenovane privatizacijske luknje. Proces lastninskega preoblikovanja naj bi se zaključil s sprejetjem Zakona o zaključku lastninjenja, vendar pa tudi takrat še niso bili zaključeni vsi postopki preoblikovanja in sicer:

- Pooblaščenim investicijskim skladom Sklad za razvoj še ni prodal vseh deležev podjetij, ki so jih podjetja prenesla nanj z namenom nadaljnje prodaje. Tako je Sklad za razvoj ponudil pooblaščenim investicijskim družbam na desetih dražbah 1.547 podjetij, kar je predstavljalo 96,8% vseh (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 45).
- Obseg certifikatov, zbranih v pidih je presegel ponudbo družbenega premoženja, ki je bilo v ta namen na voljo. Za razliko v ponudbi se je država z Zakonom o zaključku lastninjenja zavezala, da bo določila nadomestno državno premoženje za namene vnovčitve certifikatov iz privatizacije.

Dne 21.12.2001 so PID-i sprejeli ponudbo Slovenske razvojne družbe za odkup zadnjega paketa premoženja v skupnem znesku 72,4 mlrd SIT in s tem je bilo končano dolgotrajno lastninsko preoblikovanje podjetij v Sloveniji.

Lastninsko preoblikovanje podjetij je Slovencem poleg vsega naštetega prineslo tudi novo obliko družb, ki jih do tedaj nismo poznali, to so investicijski skladi.

2.2 INVESTICIJSKI SKLADI

Investicijski skladi so se v Sloveniji pojavili že v letu 1992, ko so bili v okviru nekaterih borznih hiš ustanovljeni prvi vzajemni skladi, večji vzpon in pravno regulativo pa so investicijski skladi doživeli z začetkom privatizacije. Pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje, ter način njihovega poslovanja, je uredil Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZISDU), ki je začel veljati 13. marca 1994 (Uradni list RS, št. 6/94).

ZISDU je opredelil obe temeljni obliki investicijskih skladov, ki sta poznani tudi v svetu:

- vzajemne sklade, ki so odprti investicijski skladi in niso pravne osebe,
- investicijske družbe, ki so zaprti investicijski skladi in so pravne osebe.

Ker se investicijski skladi ne smejo upravljati sami, je zakon opredelil tudi družbo za upravljanje, ki se ustanovi izključno za upravljanje investicijskih skladov.

Poleg rednih investicijskih skladov, to je vzajemnih skladov in investicijskih družb, je zakon uredil tudi delovanje pooblaščenih investicijskih družb (v nadaljevanju PID). Te so se v skladu s tem zakonom ustanovile z namenom zbiranja lastniških certifikatov in nalaganja tako zbranih certifikatov v delnice, ki jih je prodajal Sklad Republike Slovenije za razvoj. Za upravljanje posebnih investicijskih družb so se ustanovile posebne družbe za upravljanje, to so pooblašcene družbe za upravljanje (v nadaljevanju PDZU).

2.2.1 VLOGA, RAZVOJ IN STATUSTNE SPREMEMBE PID-OV

PID je pravzaprav posebna oblika investicijske družbe, prilagojena razmeram v Sloveniji, ki pa je bila prehodne narave, saj bi se morala v skladu z Zakonom o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (v nadaljevanju ZPSPID (Uradni list RS, št. 50/99), ki je stopil v veljavo julija 1999) v roku treh let uskladiti z določbami ZISDU ali pa se preoblikovati v redno delniško družbo. Vendar pa so bila v zvezi s tem zakonom sprejeta dopolnila (ZPSPID-A), tako, da je nov skrajni rok za uskladitev oziroma preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb veljal do konca leta 2003.

Glede na veliko število sprejetih zakonov, podzakonskih aktov in dopolnil, v tabeli 1 prikazujem kronološko zaporedje le teh s pogoji in možnimi načini preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb.

Tabela 1: Možni načini preoblikovanja PID-ov v skladu s sprejetimi zakoni

Zakoni o pogojih in načinu preoblikovanja PID-ov		Možni načini preoblikovanja PID-ov:		
		Investicijski sklad	Redna d.d.	Vzajemni sklad
ZISDU	13.03.1994	DA	DA	-
	1995	DA	DA	-
	1996	DA	DA	-
	1997	DA	DA	-
ZISDU-B	13.02.1998	DA	Prepoved od 13.02.1998 do 13.03.1999	-
ZISDU-C	15.04.1999	DA	Podaljšana prepoved do 13.03.2000	-
ZPSPID	28.06.1999	Končni rok za preoblikovanje PID-ov 13.07.2002		
	2000	DA	DA po 13.03.2000	
	2001	DA	DA	
ZPSPID-A	04.07.2002	Rok za preoblikovanje PID-ov podaljšan do 31.12.2003		
ZISDU-1	18.12.2002	DA	DA	DA

Vir: http://www.dz-rs.si/si/aktualno/spremljanje_zakonodaje/sprejeti_zakoni, 2004.

Iz tabele 1 je razvidno, da je bilo preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb možno vse od njihovega začetka s sprejetjem ZISDU, pri čemer je bilo preoblikovanje v redne delniške družbe onemogočeno s sprejemom ZISDU-B za obdobje od 13.02.1998 do 13.03.2000.

Nekateri aktivnejši lastniki PID-ov so že pred sprejetjem ZISDU-B, ki je prepovedal preoblikovanje PID-ov v redne delniške družbe, na skupščinah svojih družb poskrbeli za statusne spremembe le teh, ki so se v glavnem zgodile v drugi polovici leta 1997, pri čemer je šlo pri večini za preoblikovanje v redno delniško družbo ali pa za različne oblike združevanj oz. razdruževanj posameznih PID-ov. Pri Agenciji za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP), nadzornem organu trga vrednostnih papirjev so bili predvsem nezadovoljni s preoblikovanjem PID-ov v redne delniške družbe, saj le te niso pod tako strogim nadzorom ATVP kot PID-i ali ID-i. Za redne delniške družbe denimo ne veljajo določila ZISDU, svoje poslovanje morajo urediti v skladu z ZGD, kar pa je za družbe pomenilo predvsem več svobode pri odločanju o naložbeni politiki, delničarjem pa ni bila več predpisana natančno dovoljena struktura lastništva. Predvidevamo lahko, da je do takrat že izpeljano preoblikovanje petih PID-ov v redne delniške družbe in bojazen, da bodo temu modelu sledili tudi nekateri drugi lastniki PID-ov, zakonodajalca vzpodbudilo k hitrejšemu sprejemanju dopolnil k ZISDU. Sprejet je bil ZISDU-B (Uradni list RS, št.

10/98), ki je začasno onemogočil preoblikovanje PID-ov v redne delniške družbe. Ob tem pa se je zakonodajalec soočil z nesmiselnostjo takrat veljavnih določil, saj so določila ZISDU v poglavju naložbene strukture PID-ov, ki jo le ti morajo imeti ob preoblikovanju v investicijske družbe, zahtevala pretežno tržno premoženje, to so naložbe v vrednostne papirje, ki kotirajo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Ker pa je v Sloveniji še danes veliko število družb, katerih delnice ne kotirajo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev in verjetno še dolgo ne bodo, se PID-i ne bi mogli preoblikovati samo v investicijske družbe. Zato je bilo z uveljavitvijo ZPSPID preoblikovanje PID-ov v redne delniške družbe spet omogočeno. PID-i so dobili možnost, da se razdružijo v dve novi družbi, pri čemer tisti del premoženja, ki predstavlja netržne naložbe, prenesejo na novo ustanovljeno redno delniško družbo, tržni del premoženja pa prenesejo na novoustanovljeno investicijsko družbo. PID-i pa so se lahko tudi v celoti preoblikovali v redne delniške družbe ali v investicijske družbe, v kolikor jim je to omogočala struktura njihovih naložb.

Za novo nastale redne delniške družbe po trenutno veljavni zakonodaji ne veljajo stroge naložbene omejitve ter omejitve glede razpršenosti lastništva, ki sicer veljajo za investicijske sklade, kjer ima lahko vsaka posamezna fizična ali pravna oseba v lasti največ 5% vseh delnic posamezne investicijske družbe oz. vseh enot premoženja posameznega vzajemnega sklada (24. in 58. člen ZISDU (Uradni list RS, št. 6/94)). Z zakonom je bila predpisana struktura naložb PID-a, ki se je hotel v celoti preoblikovati v redno delniško družbo, in sicer je moral imeti vsaj 90% naložb v netržne vrednostne papirje. S tem je zakonodajalec dosegel dvoje, upočasnil preoblikovanje PID-ov v redne delniške družbe, po drugi strani pa preoblikovanim družbam omogočil vse prednosti, ki jih prinaša tako oblikovan portfelj. Preoblikovane redne delniške družbe so dobile možnost večjega vpliva v družbah, kjer so imele lastniške deleže, denimo tudi možnost financiranja v primeru podkapitaliziranosti. Zaradi aktivnejše vloge uprav preoblikovanih družb v družbah, ki so jih le te imele v svojem portfelju, se je ob kvalitetni pomoči, povečevala vrednost samih družb, posledično vrednost lastnikov, s tem pa tudi vrednost premoženja delničarjev nekdanjih PID-ov. V tabeli 2 prikazujem kronološki pregled aktivnosti Pooblaščenih družb za upravljanje ter statusnih sprememb PID-ov od leta 1996 do konca leta 2003. Pri preoblikovanih PID-ih sem navedel njihovo novo ime ter način preoblikovanja v odstotkih.

Tabela 2: Kronološki pregled statusnih sprememb PID-ov

PID	Novo ime	Način preoblikovanja
PID Capinvest 1	Capita	RDD (100%)
PID Zlati medaljon	Medaljon	RDD (100%)
PID Kompas sklad 3	Megafin	RDD (100%)
PID Aktiva Avant 3	Aktiva Avant finančna družba	RDD (100%)
PID Dadas 1	Octans	RDD (100%)
PID Kmečka družba	KD PID KD ID KD Holding	PID (33%) ID (33%) RDD (33%)
PID Mercata	Finira Sivent Mercata PID	RDD (37,5%) RDD (12,5%) PID (50%)
PID Mercata 1	Fond invest Mercata 1 PID	RDD (50%) PID (50%)
PID Certius	Certius holding	RDD (100%)
PID KS 1	KS1 Naložbe	RDD (100%)
PID KS 4	KS 4 Naložbe PID KS Sklad 4	RDD (37%) PID (63%)
PID Pulsar	Pulsar holding	RDD (100%)
PID Aktiva Avant 1	PID Aktiva Avant 1 Aktiva Avant finančna družba	PID (38%) RDD (62%)
PID Pomurska ID 2	PID Pomurska ID 2 Pom – invest	PID (50%) RDD (50%)
PID Krona Krona	Krona holding	RDD (100%)
PID Atena 1	Aktiva fin Atena PID	RDD (54%) PID (46%)
PID Infond zlat	Infond holding Infond ID Infond PID	RDD (50%) ID (24%) PID (26%)
PID NFD 1	NFD 1 ID	ID (100%)
PID Triglav steber 1	Triglav steber 1	ID (100%)
PID Triglav steber 2	PID Triglav steber Triglav finančna družba	PID (48%) RDD (52%)
PID Modra linija* PID Modra linija 2* PID Modra linija 3*	Modra linija holding PID Modra linija	RDD (36%) PID (64%)
PID Vizija	Vizija PID Vizija holding	PID (48%) RDD (52%)
PID Maksima 1* PID Maksima 2* PID Maksima 3*	Maksima holding Maksima ID Maksima PID	RDD (30%) ID (36%) PID (34%)

Legenda:

PID – Pooblaščen investicijska družba

ID – Investicijska družba

RDD – Redna delniška družba ali holding

* - Pidi so se najprej združili nato pa razdružili v nove pravne osebe

Vir: Združenje družb za upravljanje – GIZ, 2003.

Do konca leta 2003 so se preoblikovali še preostali PID-i, bodisi v ID ali pa v redno delniško družbo razen v dveh primerih. Dvema družbama za upravljanje ni uspelo zadostiti pogojem, ki jih je določila Agencija za trg vrednostnih papirjev. PID-om, ki so jih upravljale ti dve družbi je ATVP našla drugega upravljalca, saj bi v nasprotnem primeru morali začeti s postopkom likvidacije skladov.

Skupni imenovalec vsej tej težko pregledni količini sprememb je gotovo ta, da ima velika večina delničarjev, ki so svoje certifikate vložili v enega izmed PID-ov, pa svojih delnic še niso prodali, danes največji problem že pri ugotavljanju, katere delnice pravzaprav imajo in kolikšna je vrednosti le teh. Predvsem pri tem izstopa medijsko zelo izpostavljen primer družbe Dadas 1, ki se je preoblikovala v družbo Octans, vendar danes ni javno znano, kaj se dogaja s premoženjem te družbe in premoženjem njenih delničarjev.

Vendar pa pri vsej tej zmešnjavi krivde gotovo ne gre iskati le pri upravljalcih pooblaščenih družb za upravljanje, njihovih lastnikih ter večjih oz. aktivnejših lastnikih PID-ov, temveč gre velik del te odgovornosti tudi na račun tistih, ki so zakone pisali in jih do danes tudi velikokrat popravljali, dopolnjevali ali spreminjali. Verjamemo lahko, da so tisti, ki skrbijo za poslovanje teh družb, želeli najboljše za svoje družbe in za svoje delničarje. Pravica vsekega posameznega delničarja pa je, da spremlja poslovanje družbe, v katero je vložil svoje premoženje, ter aktivno sodeluje pri odločanju na skupščinah družbe. Kako resne in dolgoročne namene, predvsem pa koliko znanja smo imeli državljani Slovenije, ki smo v postopku lastninskega preoblikovanja dobili certifikat in z njim možnost postati lastnik posameznih družb je stvar poglobljene debate. Pri tem se moramo spomniti tudi javnih nastopov nekaterih vplivnih ljudi, ki so zatrjevali, da od certifikatov tako ali tako ne bo nihče nič imel. Analitiki in borzni posredniki pri borznoposredniških družbah s katerimi sem se pogovarjal o tej temi, grobo ocenjujejo, da je približno 50% od skupaj 1,2 milijona Slovencev, ki so svoje premoženje vložili v enega izmed PID-ov, delnice le teh že prodalo. Večina od njih je zelo razočarana nad prodajno vrednostjo delnic, nekateri so jezni na uprave družb za upravljanje, na uprave PID-ov ali holdingov, drugi so jezni na državo, le malo kdo pa je jezen tudi na sebe, ker je premalo zavzeto spremljal poslovanje družbe, kamor je vložil svoj certifikat, se ni udeleževal skupščin ali se kako drugače seznanjal s pravo vrednostjo svojega premoženja. Mnogi med njimi so svoje delnice PID-ov prodali že v prvem letu po vpisu delnic, nekateri so prodali celo že kar nevpisane certifikate. Vsem skupaj gre pripisati preslabo informiranost glede prave vrednosti premoženja, ki so ga imeli v svojih rokah.

Sam način privatizacije je prinesel tudi izjemno veliko razpršenost lastništva družb ter s tem relativno majhno vrednost lastništva posameznega delničarja. Poleg tega gre dobršen del kritike tudi na račun države in njenih ustanov, ki so se premalo aktivno posvečale izobraževanju ljudi, kateri so bili čez noč postavljeni v vlogo delničarjev. V kolikor bi natančneje pregledali sezname udeležencev skupščin, bi kaj hitro ugotovili, da so se

skupščin privatiziranih družb, predvsem pa pooblaščenih investicijskih skladov, udeleževali le zares redki posamični delničarji. Tako so davek neinformiranosti plačali s prezgodnjo in prepoceni prodajo svojih delnic. Na prvem mestu bi se vsak lahko seznanil s tem, kaj PID pravzaprav predstavlja, kakšna je realna vrednost delnice in s tem realna vrednost njegovega premoženja. Vsekakor ljudje potem ne bi prodajali svojih delnic po smešno nizkih cenah. In navsezadnje ima vsak delničar enakovreden glas na skupščini. S svojim opozarjanjem na morebitne napake bi morda ostalim delničarjem dal misliti o čem glasujejo in morda prispeval k drugačnim sklepom skupščine.

Prepričan sem, da bo velika večina lastnikov nekdanjih PID-ov, ki bodo še naprej obdržali delnice svojih družb, na koncu zelo zadovoljnih s prodajno ceno ali pa z letnim donosom, dividendom.

Kako iznajdljivi in domiselni so bili pri samih strukturnih spremembah v posameznih družbah za upravljanje lahko ocenimo že sedaj, kakšen vpliv bodo imele te spremembe na poslovanje in rezultate novo nastalih družb, pa bo pokazal čas. Na koncu so vedno lastniki oz. delničarji tisti, ki kritično ocenijo rezultate strateških odločitev uprav družb, in jih za te odločitve nagradijo ali pa zahtevajo zamenjavo.

2.3 NOVI IZZIVI UPRAV REDNIH DELNIŠKIH DRUŽB - HOLDINGOV

Kakor sem prikazal že v prejšnjem poglavju, se je kar nekaj pooblaščenih investicijskih družb v celoti odločilo za preoblikovanje v redno delniško družbo. Nobena od teh novo nastalih družb pa zaradi značilnosti in zakonskih omejitev pri preoblikovanju ni postala kapitalsko zelo močna in velika družba. Novo nastale redne delniške družbe, ki izhajajo iz družb za upravljanje, kjer upravljajo skupaj večje premoženje oz. večje število skladov, ali pa so nastale z delno razdelitvijo prejšnjih PID-ov, imajo možnost sodelovanja in dopolnjevanja s preostalimi skladi znotraj interesne skupine. Razlog je v tem, da je lastniška struktura teh novo nastalih rednih delniških družb v večini primerov zelo podobna lastniški strukturi ostalih skladov pod upravo nekdanje družbe za upravljanje in so lastniki zainteresirani za skupno nastopanje na trgu. Tiste novo nastale redne delniške družbe, ki pa so se v celoti preoblikovale iz manjših PID-ov, ter nimajo tehnične in strokovne podpore ostalih družb znotraj interesne skupine, pa so morale vzpostaviti popolnoma nov način dela in zaposliti nove ustrezne kadre. Vse te spremembe pa poleg vseh prednosti prinašajo tudi nekaj pomanjkljivosti, na prvem mestu dodatne stroške in potrebo po novih kadrih.

3 PREVZEMI

3.1 TEORETIČNA IZHODIŠČA

3.1.1 RAZLAGA MEDNARODNIH IZRAZOV

V anglo ameriški literaturi se pri obravnavi prevzemov srečujemo s tremi različnimi izrazi: *takeovers*, *mergers in acquisitions*, med katerimi je težko potegniti jasno ločnico. Pri uporabi omenjenih izrazov so razlike med avtorji precejšnje, nasploh pa je njihova uporaba precej nedosledna.

Osnovni problem pri uporabi omenjenih izrazov je mešanje pravnih in ekonomskih kriterijev razmejitve. Osebnostno uporabljam izraz *mergers*, kadar gre za povezovanje oz. združitve dveh ali več družb, kadar pa govorimo o dominantnem nastopu ene družbe nasproti tarči, bi uporabil izraz *takeovers* ali *acquisitions*.

3.1.2 OBLIKE PREVZEMOV

V nadaljevanju besedila bom uporabljal termin prevzem kot splošni pojem, ki vključuje vse različne oblike pridobitve nadzora nad določeno družbo. Kadar opisujemo posamezne različice in primere znotraj splošne kategorije prevzema pa, kot je ponazorjeno v tabeli 3, uporabljamo izraze: prevzem z odkupom premoženja ciljne družbe, prevzem z odkupom delnic (tudi ponudba za prevzem) in združitve. Vse tri omenjene oblike lahko izvedemo s plačili v denarju, z zadolžitvijo družbe, z zamenjavo za delnice prevzemnika ali druge vrednostne papirje. Prevzeme v nadzoru nad družbo je mogoče doseči tudi z zbiranjem pooblastil za zastopanje pri glasovanju na skupščini delničarjev (*angl. proxy rights*) in odkupa z zadolžitvijo (Bešter, 1996, str. 30).

Tabela 3: Osnovne oblike prevzemov družb

Prevzemi družb	Prevzemi družb z odkupom delnic
	Prevzemi z odkupom premoženja
	Združitve (spojitve in pripojitve)

Vir: Bešter, 1996, str. 30.

Združitev družb je proces, ko iz dveh ali več družb nastane ena sama (Weston, 1990, str. 4). Znotraj kategorije združitve ločimo pripojitve in spojitve. O pripojitvi govorimo, kadar od vseh družb, ki se združujejo, ostane ena sama – druge, navadno manjše družbe nanjo prenesejo vse svoje premoženje in obveznosti ter prenehajo obstajati. O spojitvah pa govorimo takrat, ko se dve ali več družb združijo v neko popolnoma novo družbo. Ta nova družba ravno tako prevzame nase vse premoženje in obveznosti družb, ki prenehajo obstajati (Hampton, 1989, str. 394).

Prevzem družbe z odkupom delnic pomeni nakup zadostnega števila ali celo vseh delnic z glasovalno pravico neke delniške družbe, in sicer neposredno od njenih delničarjev. Po prevzemu z odkupom delnic ostane ciljna družba v celoti odgovorna za svoje obveznosti, razen če kasneje prevzem preraste v formalno združitev družb.

Za razliko od združitve, pri prevzemu z odkupom delnic ni treba sklicati skupščine delničarjev niti drugače pridobiti njihovega soglasja. Vsak posamezen delničar se odloči, ali bo delnice prodal ali ne, zato prevzemniku le redko uspe odkupiti vseh 100% delnic ciljne družbe.

Pri prevzemu družbe z odkupom premoženja prevzemnik pridobi nadzor nad drugo družbo z odkupom dela ali celote njenega premoženja (Levine, 1989, str. 3). Za ta postopek je potrebna večina glasov delničarjev ciljne družbe, vendar ni potrebno glasovanje delničarjev prevzemnika. Ciljna družba po končanem prenosu lastništva običajno preneha obstajati kot pravna oseba (Bešter, 1996, str. 32).

Razlike med združitvami in prevzemi z odkupom premoženja so bistvene. Pri združitvah gre predvsem za hkraten in celovit prenos vsega premoženja in vseh obveznosti na eno pravno osebo. Pri prevzemu z odkupom premoženja pa je lahko postopek različen za vsako posamezno postavko v bilanci premoženja. Prevzemnik lahko nase prevzame le pogodbeno dogovorjene in izrecno navedene obveznosti (Levine, 1989, str. 3).

Odkup z zadolžitvijo (v nadaljevanju LBO) pomeni, da si managerji ali manjša skupina investorjev izposodi denar in z njim kupi delnice ciljne družbe. Če to skupino sestavlja management obstoječe družbe govorimo o managerskem odkupu (angl. *management buyout* - MBO) (Weston, 1990, str. 393, 394). Prevzem se financira bodisi z najetimi posojili bodisi z izdanimi obveznicami.

Po Kraljiču (2002a, str. 17) so managerski odkupi na zahodu običajen instrument, zato se vprašanja o njegovi zakonitosti sploh ne pojavljajo, v Sloveniji pa povzročajo razburjenje

javnosti, predvsem zaradi ne dovolj napredne in ne natančne zakonodaje. Zakonodajalec zato ne more očitati neetičnosti ljudem, ki zakona ne kršijo. V Sloveniji imamo ob tem kar naprej etične pomisleke, če zaslutimo, da bi kdo z napovedano potezo lahko obogatel. Pa je samo podjeten in pripravljen tvegati. Družbo namreč odkupijo le tisti managerji, ki so prepričani, da bodo lahko uspešni. Skrbeti morajo, da bo družba dobro delala, kajti če propade, bodo ob ves vloženi denar. Ljudi s toliko zaupanja v družbo je treba podpirati, ker je njihov motiv jamstvo, da bodo družbe rastle, ne pa jih obsojati (Kraljič, 2002a, str. 17). Seveda le, če ob tem niso oškodovani mali delničarji oziroma imajo managerji v mislih le preprodajo družbe.

Pooblastilo za zastopanje (angl. proxy) je ustrezno overjeno in časovno omejeno pooblastilo, ki pooblaščenim osebam daje pravico, da v imenu podpisnika pooblastila (delničarja) glasuje na skupščini delničarjev. V tekmovanju za pridobitev pooblastil skuša določena skupina delničarjev ali zunanja skupina investorjev pridobiti nadzor nad družbo in ravnanjem managementa ali celo doseči njegovo zamenjavo (Ross, 1993, str. 828). Kot način obrambe pred takimi skupinami se za pooblastila potegujejo tudi managerji, ki se s tem skušajo izogniti pritiskom nadzornega sveta.

3.1.3 MOTIVI ZA PREVZEM

Motivov za prevzem je kar precej, omenjam le nekaj najpomembnejših. Prvi je diverzifikacija poslovanja in rast družbe, saj je v primeru prevzemov ta precej hitrejša kot organska rast. Po navedbah Norburna (1994, str. 26) raziskave namreč kažejo, da je za dosego pozitivnega poslovanja potrebnih sedem let, še dodatnih sedem let pa mora preteči, da se dobičkonosnost novega obrata izenači z dobičkonosnostjo osnovne dejavnosti. Katero strategijo rasti bo izbral manager, od katerega se dobri rezultati pričakujejo čimprej, je tako skoraj nepotrebno vprašanje. Osnovni razlog za združitve in prevzeme so tudi sinergijski učinki skupnega poslovanja oz. bolj na splošno učinek »2+2=5« (Apelbaum et al., 2000, str. 649).

Bešter (1999, str. 99-100) v raziskavi Prevzemi podjetij po privatizaciji v Sloveniji, v kateri je sodelovalo 279 olastninjenih podjetij, navaja, da so bili najpogosteje navedeni motivi za prevzeme povečevanje tržnih deležev, sinergije in ekonomije obsega, hiter vstop na nove trge in v nove tržne segmente ter produktna diverzifikacija. Zanimiva je primerjava z ugotovitvami podobne raziskave na Nizozemskem. Tamkajšnji managerji so med motivi za prevzem na prvo mesto uvrstili pridobitev tržne moči, sledijo pa povečanje dobičkonosnosti, marketinška ekonomija obsega, večja vrednost za delničarje in večja prodaja (Brouthers, 1998, str. 349).

V strokovni literaturi različni avtorji različno obravnavajo in razvrščajo hipoteze o razlogih za prevzeme, ki pa se vsebinsko gledano ne razlikujejo. Med bolj znane delitve motivov v sorodne skupine sodi razvrstitev Leva, ki motive razvršča v tri večje skupine. Predstavljam jih v Tabeli 4.

Tabela 4: Razvrstitev motivov za prevzeme podjetij, ki jih uporablja Lev

Sinergije	1. Neoklasični motivi	<ul style="list-style-type: none"> - kratkoročne finančne sinergije - razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico - izboljšana plačilna sposobnost - davčni učinki (prihranki)
	2. Dolgoročne finančne sinergije	<ul style="list-style-type: none"> - povečana zmogljivost zadolževanja - učinkovito prezaposlovanje kapitala - zmanjševanje stroškov dolga in tveganja stečaja - večja stabilnost letnega dobička
	3. Sinergije v poslovanju	<ul style="list-style-type: none"> - ekonomije obsega - omejene možnosti rasti v panogi podjetja - omejevanje konkurence - pridobitev tehnoloških ali managerskih znanj - programska in tržna diverzifikacija - zmanjšanje tveganja poslovanja
4. Podcenjenost ciljnega podjetja		<ul style="list-style-type: none"> - tržne neučinkovitosti - notranje informacije - superiorna analiza - zamenjava nesposobnega managementa
5. Managerski motivi		<ul style="list-style-type: none"> - potreba po moči, velikosti, rasti - nadomestila managerjev - trgovanje na osnovi notranjih informacij - zmanjševanje tveganja človeškega kapitala

Vir: Bešter, 2000, str. 30.

3.2 POSLEDICE PREVZEMOV ZA POSAMEZNE INTERESNE SKUPINE V DRUŽBI

Zaradi različnih interesov in pričakovanj vpletenih v združitvenem procesu so učinki na posamezne interesne skupine različni. Govorimo o prenašanju koristi med interesnimi skupinami (*angl. stakeholders*). V združitvenem oz. priključitvenem procesu igrajo pomembno vlogo predvsem delničarji (lastniki), managerji (uprava) in zaposleni prevzemnih in prevzetih družb. V širšem smislu učinki zadevajo tudi dobavitelje, potrošnike, upnike, državo in celotno družbo.

Pri obravnavi učinkov prevzemov postavljamo na prvo mesto delničarje ciljnih in prevzemnih družb kot lastnike in investitorje, katerih temeljna pravica je zahtevati od pooblaščenega managementa, da se s sredstvi upravlja tako, da se maksimizira njegova tržna vrednost.

Koristi lastnikov družb, ki so udeležene v prevzemni proces, so najprej odvisni od tega, ali gre za lastnike prevzemnih ali prevzetih družb. Delničarji prevzetih družb imajo skoraj vedno nesporno dokazano korist v obliki realizirane prevzemne premije (Bešter, 1996, str. 82). Jarrel, Brickley in Netter (1998, str. 51) podajajo povzetek donosnosti ponudbe za odkup med letoma 1962 in 1985 in ugotavljajo, da so prevzemne premije v 1960-ih v povprečju znašale 19%, 1970-ih 35% in v prvi polovici 1980-ih 30%. Podobno Jensen in Ruback (1983, str. 11-14) v povzetku rezultatov 13 empiričnih študij ugotavljata, da delničarji prevzetih družb realizirajo donosnost med 16,9% in 34,1% v primeru prevzema z odkupom delnic (tehtano povprečje 29,1%) in med 6,2% in 13,4% (tehtano povprečje 7,7%) v primeru združitve družb.

Dejavnikov, ki so za to zaslužni, je več. Od takih, ki določajo pogajalsko moč obeh strani udeleženih v prevzemu (višina začetnega lastništva prevzemnika v ciljni družbi, struktura lastništva ciljne družbe, zlasti velikost institucionalnega in managerskega lastništva, možnost pojava konkurenčne ponudbe za odkup, verjetnost nasprotovanja ciljne družbe in uporaba obrambnih mehanizmov, itd.) do takih, ki opisujejo kakovost prevzemne in ciljne družbe, zlasti privlačnost slednje kot morebitne tarče prevzema, do dejavnikov strogo zakonodajne narave (Hrnčič, 2002, str. 41-42).

Drugače je z delničarji prevzemnih družb. Ocene učinkov na delničarje prevzemnih družb se neposredno po izvedbi prevzema večinoma gibljejo okrog ničle in so pogosto statistično neznačilne. Morebitni pozitivni učinki se običajno pokažejo takoj po objavi namere za prevzem, saj trg kapitala sedanjo vrednost pričakovanih koristi že takoj ob napovedi vgrajuje v ceno delnic prevzemnika (Bešter, 1996, str. 82-83).

Učinki prevzemov na managerje – uprave družb so prav tako različni pri prevzemnih in ciljnih družbah. Prevzemnim družbam omogočajo večjo konkurenčnost, učinkovitost in izboljšanje finančnega položaja, kar prispeva k povečanju vrednosti družbe. To ima običajno neposreden vpliv tudi na managerje teh družb v obliki nagrad, povečanja ugleda in zaradi težje nadomestljivosti tudi večjo varnost zaposlitve. Nasprotno pomenijo prevzemi za managerje ciljnih družb negotovost zaradi pričakovanih sprememb, prilagajanje prevzemniku - njegovi kulturi in strategiji poslovanja, izgubo moči, statusa in neredko celo izgubo zaposlitve. Kot je pokazala raziskava *Wall Street Journala*, skoraj polovica vodilnih v prevzetih družbah že v roku enega leta išče službo drugje, še nadaljnjih 25 odstotkov pa načrtuje zapustiti podjetje v naslednjih treh letih (Apelbaum et al., 2000, str. 652).

Učinki prevzemov na zaposlene pa so za razliko od učinkov na lastnike in managerje odvisni od dejstva, ali gre za prevzem ali združitev, in ne toliko od tega, na kateri strani

prevzemnega procesa so se znašli. V obeh primerih gre do prerazporejanja koristi z zaposlenih na delničarje v obliki mehanizma zniževanja skupne mase plač, vendar pri prevzemu večinoma v škodo zaposlenih prevzete družbe, pri združitvi pa večinoma v škodo vseh zaposlenih v združeni družbi. Nižji stroški plač imajo za posledico boljše poslovne rezultate in višjo ceno delnice, s čimer pridobijo delničarji, vendar v škodo zaposlenih (Bešter, 1996, str. 94).

3.3 ZAKONSKA UREDITEV PREVZEMOV

Ponekod v razvitem svetu je zakonodaja, ki ureja področje prevzemov natančnejša in celovitejša, drugod pa je obnašanje udeležencev v prevzemih bolj prepuščeno etični presoji poslovnega sveta (npr. v Veliki Britaniji). Na splošno lahko rečemo, da je namen zakonov o prevzemih družb predvsem zaščititi male delničarje (Bešter, 1996, str. 73).

V Sloveniji področje prevzemov urejajo Zakon o gospodarskih družbah (ZGD, Uradni list RS št. 30/93), Zakon o preprečevanju omejevanja konkurence (ZPOmK, Uradni list RS, št. 56/99) in Zakon o prevzemih (Zpre, Uradni list RS št. 47/97).

3.3.1 DOLOČBE SLOVENSKEGA ZAKONA O PREVZEMIH

Slovenski zakon o prevzemih temelji na standardnih načelih drugega predloga 13. smernice EU o prevzemih (Amended proposal for a thirteenth Council Directive on company law, concerning takeover and other general bids; OJ C 240/90 z dne 26. 9. 1990). Ta načela so:

- enako obravnavanje vseh delničarjev: pomeni, da mora ponudnik v primeru poskusa prevzema vsem delničarjem ciljnega podjetja ponuditi odkup pod enakimi pogoji,
- zaveza za prevzem: načelo je namenjeno varstvu manjšinskih delničarjev. Ko posamezna oseba pridobi nadzorni delež, mora dati ponudbo za odkup vsem preostalim delničarjem,
- dolžnost razkritja podatkov: načelo je namenjeno zmanjševanju asimetrije informacij o ciljnem podjetju na trgu vrednostnih papirjev, s tem pa se zmanjšujejo tudi možnosti za trgovanje na osnovi notranjih informacij,
- omejitev določenih obrambnih dejanj managementa ciljne družbe, ki bi preprečevale prevzem. Za nekatera obrambna dejanja mora uprava pridobiti soglasje delničarjev.

Določbe ZPre se uporabljajo:

- Za vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev.
- Kadar je družba opravila postopek javne ponudbe.
- Kadar je ciljna družba pridobila dovoljenje za nadaljnjo javno prodajo.
- Če so delnice izdane na podlagi zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij.
- Če osnovni kapital presega milijardo tolarjev in
- če je delničarjev več kot 500

(Zpre, 1997, čl. 2).

Prevzemnik, ki pridobi ali želi pridobiti delež vrednostnih papirjev ciljne družbe, ki mu zagotavlja več kot 25 odstotkov glasovalnih pravic, mora dati ponudbo za odkup vrednostnih papirjev. Pri tem ZPre med vrednostne papirje, ki so predmet obravnave, poleg delnic z glasovalno pravico, ki jih je že pridobil potencialni prevzemnik, prišteva tudi delnice z glasovalno pravico, ki jih je pridobila tretja oseba v svojem imenu, vendar za račun potencialnega prevzemnika, in delnice z glasovalno pravico, ki so jih pridobile od potencialnega prevzemnika posredno ali neposredno odvisne osebe ali prevzemnika obvladujoča družba, kot tudi vrednostne papirje, ki imetniku dajejo pravico do njihove zamenjave za delnice z glasovalno pravico oziroma do njihovega nakupa, ter nakupne opcije (Zpre, 1997, čl. 4).

Javna ponudba za odkup je javno objavljen predlog za sklenitev pogodbe o prodaji vrednostnih papirjev ciljnega podjetja, naslovljen na vse imetnike teh vrednostnih papirjev. Praviloma predmetne vrednostne papirje predstavljajo vse delnice z glasovalno pravico, vendar tudi vsi drugi vrednostni papirji s pravico do zamenjave za delnice z glasovalno pravico ali do njihovega nakupa. V skladu z načelom enakega obravnavanja vseh delničarjev mora potencialni prevzemnik za vse vrednostne papirje posameznega razreda delnic ponuditi enako ceno oz. enako menjalno razmerje ter druge pogoje. Poleg tega je dolžan ponudnik, ki je v zadnjih šestih mesecih pred objavo javne ponudbe za odkup pridobil več kot 10 odstotkov celotne emisije predmetnih vrednostnih papirjev v javni ponudbi za odkup ponuditi najmanj enake pogoje, kot jih je nudil v zadnjih šestih mesecih. V kolikor bi ponudnik v nasprotju z zakonom pred objavo javne ponudbe pridobil več kot 25 odstotkov celotne izdaje vrednostnih papirjev, ki so predmet ponudbe za odkup, mora v kasnejši javni ponudbi ponuditi najvišjo ceno, ki jo je plačal za katerikoli vrednostni papir potem, ko je pridobil 25-odstotni delež (Zpre, 1997, čl. 7).

Ponudnik lahko v ponudbi za odkup ponudi le izplačilo cene v denarju, če je v zadnjih šestih mesecih pred objavo ponudbe kupil več kot 10% celotne izdaje vrednostnih papirjev na katere se nanaša ponudba. Na splošno lahko ponudnik za odkup namesto plačila celotne odkupne cene v denarju ponudi tudi delno plačilo v obliki zamenjave za nadomestne vrednostne papirje. Možna je tudi alternativna ponudba, ki daje imetnikom vrednostnih

papirjev ciljnega podjetja možnost, da izbirajo med nadomestnimi vrednostnimi papirji in izplačilom celotne odkupne cene v denarju. Možne so tudi kombinacije, ko ponudnik v primeru kombinirane ponudbe oblikuje tudi alternativno ponudbo bodisi za tisti del cene, ki je izplačljiv v denarju bodisi za drugi del cene, ki je izplačljiv v vrednostnih papirjih. Kot nadomestne vrednostne papirje lahko ponudnik ponudi že izdane delnice in obveznice, ki so uvrščene v borzno kotacijo, ali pa delnice in obveznice, ki jih bo izdal na novo, posebej zaradi prevzema (Zpre, 1997, čl. 8).

Ponudba za odkup mora obvezno vsebovati navedbo vrednostnih papirjev, ki so predmet ponudbe, ceno, po kateri se ponudnik zavezuje odkupiti vrednostne papirje, rok za plačilo vrednostnih papirjev in datum začetka in konca roka za sprejem ponudbe za odkup. Če ponudnik ponudi nadomestne vrednostne papirje, mora ponudba vsebovati tudi natančno določeno menjalno razmerje in podatke o vrsti, razredu in zadnji tržni ceni nadomestnih vrednostnih papirjev pred objavo ponudbe za odkup (Zpre, 1997, čl. 11).

Prospekt mora vsebovati vse podatke in informacije, ki imetnikom vrednostnih papirjev, na katere se ponudba nanaša, omogočajo sprejetje ustrezne odločitve glede ponudbe. To so zlasti podatki o izdajatelju vrednostnih papirjev, ki so predmet odkupa, o ceni, po kateri se odkupujejo vrednostni papirji, o vrednostnih papirjih, na katere se nanaša ponudba, podlagi za odločitev družbe za prevzem, o roku in načinu plačila in ne nazadnje o roku za sprejetje ponudbe. Če ponudnik namesto plačila v denarju ponuja nadomestne vrednostne papirje, mora prospekt vsebovati še podatke o izdajatelju nadomestnih vrednostnih papirjev, pravice in obveznosti, ki izhajajo iz nadomestnih vrednostnih papirjev, podatke, ki so za nadomestne vrednostne papirje navedeni v prospektu za kotacijo na borzi. Izvleček iz prospekta mora biti javno objavljen. Poslan mora biti upravi družbe, na katero se nanaša ponudba, ta pa mora z vsebino prospekta seznaniti vse zaposlene v družbi. Prospekt mora biti poslan tudi vsem pooblaščenim udeležencem trga vrednostnih papirjev, ki ga brezplačno dajo na vpogled vsem zainteresiranim osebam (Zpre, 1997, čl. 19).

Ponudnik lahko spremeni svojo ponudbo najkasneje sedem dni pred iztekom roka za sprejem ponudbe, vendar mora pred objavo spremenjene ponudbe o tem obvestiti ATVP in KDD. Edina sprememba, ki jo ZPre dovoljuje je, da je višja odkupna cena v novi ponudbi, oziroma, da je menjalno razmerje ugodnejše kot v prvotni ponudbi. V primeru spremembe se rok za sprejem ponudbe podaljša za sedem dni. Vsi imetniki vrednostnih papirjev, ki so že sprejeli prvotno ponudbo, lahko v primeru spremembe odstopijo od sklenjene pogodbe in sprejmejo za njih ugodnejšo ponudbo. Predlagane spremembe v Zpre-A določajo, da rok za sprejem ponudbe ne sme biti krajši od 28 dni in ne daljši od 60 dni od dneva prve objave prospekta, ne glede na spreminjanje ponudbe za odkup (Zpre, 1997, čl. 22).

Uprava ciljne družbe mora najkasneje v 10-ih dneh po objavi prospekta objaviti mnenje o ponudbi, pojasniti razloge zanj in z njim seznaniti vse zaposlene v družbi. Uprava mora

navesti ali ima kakršenkoli dogovor s ponudnikom, ali nameravajo člani uprave, lastniki vrednostnih papirjev družbe sprejeti ponudbo, oziroma ponuditi odstop, obrazložiti podatke iz zadnjega revidiranega poročila in navesti knjigovodsko vrednost vrednostnih papirjev (Zpre, 1997, čl. 25).

Ponudnik v času trajanja ponudbe ne sme niti sam niti tretja oseba za njegov račun kupovati vrednostnih papirjev, ki so predmet ponudbe, razen če že v obvestilu o nameri za ponudbo napove takšne nakupe. Če to stori pod za imetnike ugodnejšimi pogoji kot so navedeni v prospektu za odkup, potem so vsi imetniki upravičeni sprejeti ponudbo pod ugodnejšimi pogoji. V tem primeru se predpostavlja, da je ponudba spremenjena, zato se rok za sprejem podaljša za sedem dni. ATVP o tem izda ugotovitveno odločbo in ponudniku naloži, da v roku petih dni po prejemu odločbe objavi spremenjeno ponudbo in položi dodatni depozit v višini razlike v ceni med prvotno in spremenjeno ponudbo. Od vročitve odločbe do objave spremenjene ponudbe in položitve dodatnega depozita rok za sprejem ponudbe ne teče, sprejem ali preklic sprejema ponudbe pa nimata učinka (Zpre, 1997, čl. 31).

Uprava ciljne družbe v času do izida ponudbe za odkup brez soglasja skupščine delničarjev ne sme povečevati osnovnega kapitala, sklepati poslov zunaj rednega poslovanja družbe in opravljati dejanj, s katerimi bi lahko resneje ogrozili nadaljnje poslovanje družbe, prav tako ne sme pridobivati lastnih delnic in drugih lastnih vrednostnih papirjev, ki imetniku dajejo pravico do zamenjave ali pridobitve lastnih delnic in opravljati dejanj, katerih edini namen je ovirati prevzem. Dejanja v nasprotju z omenjenimi določili so pravno nična (Zpre, 1997, čl. 36).

Ponudnik lahko v času od objave prospekta za odkup do izteka roka za sprejem ponudbe prekliče ponudbo in odstopi od pogodbe, če je to predvideno v prospektu za odkup, če nastopijo okoliščine, ki ponudniku otežujejo izpolnitev obveznosti v tolikšni meri, da bi bilo po splošnem mnenju nepravilno ohraniti pogodbo v veljavi, in če da druga oseba konkurenčno ponudbo. Druga oseba, ki ni kapitalsko oz. upravljavsko povezana z osebo, ki je dala prvotno ponudbo, oziroma ni banka ali borzna hiša, ki je dala ponudbo v njenem imenu, lahko da konkurenčno ponudbo, vendar ne kasneje kot 10 dni pred iztekom roka za sprejem ponudbe. Vsi imetniki vrednostnih papirjev, ki so že sprejeli prvotno ponudbo, lahko v primeru konkurenčne ponudbe od pogodbe odstopijo in sprejmejo konkurenčno ponudbo za odkup. ATVP lahko zavrne izdajo dovoljenja za konkurenčno ponudbo, če oceni, da gre za špekulativno ponudbo, katere edini namen je sprememba cene vrednostnih papirjev na katere se nanaša predhodna ponudba (Zpre, 1997, čl. 37).

Ponudnik mora najkasneje tretji delovni dan po izteku roka za sprejem objaviti, ali je ponudba za odkup uspela. V tem roku mora osnovne podatke o odkupu posredovati tudi ATVP, KDD in uradu za varstvo konkurence. Na osnovi vseh potrebnih obvestil ATVP

najkasneje v treh dneh izda odločbo o uspešnosti oziroma neuspešnosti ponudbe za odkup. V primeru uspele ponudbe mora KDD v osmih dneh izpolniti vse obveznosti ponudnika do imetnikov vrednostnih papirjev, ki so sprejeli ponudbo, tako v denarju kot v nadomestnih vrednostnih papirjih. Za nadzor nad postopkom ponudbe je pristojna ATVP, o zahtevi za izdajo dovoljenja za ponudbo, o njeni spremembi in o odpravi nepravilnosti pri izvajanju postopka ponudbe pa odloča predsednik senata agencije. Ponudnik mora ugotovljene nepravilnosti, v kolikor je mogoče, odpraviti najkasneje v petih dneh, sicer lahko ATVP postopek ponudbe razveljavi. (Zpre, 1997, čl. 40).

ZPre določa, da mora vsaka od oseb, ki skupno delujejo pri uresničevanju glasovalnih pravic, ko te presegajo 25 odstotkov, dati ponudbo za odkup - razen če se med seboj sporazumejo, da bo dala ponudbo le ena. Osebe, ki nameravajo skupno delovati pri glasovanju na skupščini delniške družbe, morajo o razlogih za tako namero in o načinu zbiranja pooblastil prej obvestiti ATVP. Organizirano zbiranje pooblastil je zbiranje namenjeno več kot 50 delničarjem z glasovalno pravico, pooblastilo pa velja le za eno zasedanje skupščine (Zpre, 1997, čl. 60).

Ko posamezna oseba pridobi kvalificirani delež (pet odstotkov glasovalnih pravic), mora o tem v treh delovnih dneh obvestiti ciljno podjetje in ATVP. Uprava ciljnega podjetja pa je dolžna takšno obvestilo v treh delovnih dneh po prejemu tudi objaviti. Če imetnik kvalificiranega deleža ne izpolni te obveznosti, potem iz delnic, ki presegajo kvalificirani delež, ne more uveljavljati pravice do glasovanja oziroma do upravljanja družbe (Zpre, 1997, čl. 64).

ZPre preprečuje zlorabo notranjih informacij tako, da morajo člani uprave in nadzornega sveta ponudnika in ciljne družbe najkasneje pet dni pred začetkom roka za sprejem ponudbe sporočiti ATVP podatke o vseh poslih, ki so jih v zadnjih šestih mesecih s predmetnimi vrednostnimi papirji opravili sami, njihovi zakonci in otroci ter pravne osebe, ki so v večinski lasti teh oseb.

ZPre opredeljuje tri skupine prekrškov in določa denarno kazen za pravno osebo ali posameznika najmanj 500.000 tolarjev za skupino težjih kršitev, 400.000 tolarjev za drugo skupino ter 300.000 tolarjev za tretjo skupino. Za odgovorne osebe so predvidene kazni od najmanj 30.000 do najmanj 50.000 tolarjev.

3.3.2 PRIČAKOVANE NOVOSTI V ZAKONODAJI O PREVZEMIH IN ODKUPIH DRUŽB

ZPre velja dobrih šest let in praksa je že pokazala, kaj bi bilo dobro v njem spremeniti oziroma dopolniti, da bi zagotovili čimbolj učinkovito uveljavitev zakonskih določb v praksi. Pri vsebinski presoji ZPre, razumevanju ciljev pravnega urejanja prevzemov družb

in uvajanju novih institutov, si lahko pomagamo s primerjavami s tujimi ureditvami, vendar je treba upoštevati, da se lahko v posameznih ureditvah zagotavljajo isti cilji in funkcije z drugimi instituti.

Na ravni EU so v zadnjih 30 letih pripravili že pet predlogov 13. smernice, ki obravnava prevzeme. Evropski parlament je 4. julija 2001 zavrnil peti predlog smernice, kljub temu pa je sklenil dogovor o nadaljnjem delu na smernici. Januarja 2002 je bilo objavljeno najnovejše poročilo o vprašanjih, ki naj bi jih urejala smernica. Pri prevzemih torej zaenkrat ni enotne mednarodne usmeritve, vendar se sprejem smernice pričakuje, zato je potrebno spremljati, h kakšnim rešitvam se nagiba (Samec, 2002, str. 5).

Primerjalne zakonodaje v obvezno ponudbo vključujejo tudi neglasovalne delnice. Pri nas so prednostni delničarji brez glasovalne pravice izključeni iz ponudbe. Takšna ureditev je lahko problematična za družbe, ki imajo v kapitalu do polovico neglasovalnih prednostnih delnic.

Predmet številnih razprav pri prevzemih - tudi z vidika širše javnosti - je pogosto prevzemna cena. Načeloma velja, da je cena prosta, da jo lahko prevzemnik sam oblikuje. ZPre pozna dva ukrepa, in sicer pri koncentraciji več kot 10 odstotkov v šestih mesecih pred ponudbo in ob kršitvi prekoračitve 25-odstotnega deleža, ko mora prevzemnik ponuditi najmanj toliko, kot je plačal za najvišjo pridobitev v navedenem obdobju. V primerljivih zakonodajah lahko zasledimo določbo, da naj prevzemnik plača najmanj toliko, kot je plačal v obdobju 12 mesecev pred obvezno ponudbo. Ponekod se cena postavlja v odvisnost od borzne cene ali pridobitve prevzemnika v določenem obdobju pred ponudbo, odvisno od tega, kaj je ugodneje za manjšinske delničarje. Pri nas tudi ni predpisana višina nadomestila konkurenčne ponudbe, vendar pa ZPre daje ATVP široka pooblastila, da ne izda dovoljenja konkurenčni ponudbi, če je očitno, da gre za špekulativno ponudbo za prevzem (Samec, 2002, str. 5).

Primerjalne zakonodaje imajo tudi različno stališče do obveznosti izstavitve ponudbe za prevzem, če gre za osebe, ki delujejo skupaj - pogodbeno, kapitalsko ali upravljavsko. Vendar je, ne glede na navedene razlike v ureditvah - kar zadeva posledico sklenitve delničarskega sporazuma - predvideno, da obveznost izstavitve ponudbe ne nastopi, če ima(-jo) drug(-i) delničar(-ji) večino glasovalnih pravic. Po ZPre ni mogoče, da bi se povezale osebe, ki bi ob sami sklenitvi povezave imele skupaj več kot 25-odstotni delež glasovalnih pravic določene družbe. Samčeva (2002, str. 6) ob tem ne vidi razlogov, zakaj ne bi dopuščali povezovanja delničarjev z delničarskimi ali drugačnimi sporazumi tudi kadar te osebe presežejo prag, če ima drug delničar ali skupina večino, zato bi bilo treba v tej smeri razmisliti tudi o dopolnitvi našega zakona. Peti predlog 13. smernice o prevzemih opredeljuje osebe, ki delujejo skupaj (*angl. persons acting in concert*), tudi na strani ciljne

družbe. S tem želi preprečiti, da bi se ciljna družba branila s pomočjo tretjih ali morebiti na nepošten način.

Institut iztisnitve manjšinskih delničarjev iz družbe je v primerjalnem pravu vpeljan, da bi delničarjem, ki sicer ne morejo uveljaviti kakega gospodarskega interesa, preprečili povzročanje nevšečnosti ciljni družbi oziroma novemu prevzemniku. Pravica večinskega delničarja kupiti preostale delnice pomeni za manjšinske delničarje, da morajo prodati delnice proti svoji volji. To kaže, da je zakonodajalcu interes ponudnika, da razpolaga s sto odstotki kapitala ciljne družbe, pomembnejši kot interes manjšinskih delničarjev, da ohranijo lastništvo vrednostnih papirjev. Tako se ta ureditev uporablja v povezavi s ponudbo za prevzem, ki je bila dana za vse vrednostne papirje družbe. Ker redkokdaj nastane položaj, da dejansko vsi imetniki ponudbo sprejmejo, zakon prevzemniku omogoča, da v primeru ko pridobi nad 95 odstotkov glasovalnih pravic - osnovnega kapitala ciljne družbe, pridobi vseh sto odstotkov. Možnost izključitve manjšinskih delničarjev bi lahko bila dana prevzemniku, ki je dal obvezno ponudbo, če bi si to pravico v prospektu izrecno pridržal, in sicer omejeno obdobje in za ceno, ki bi jo izračunal neodvisni strokovnjak. Ta bi pri tem upošteval finančno stanje ciljne družbe in nakupno ceno za vrednostne papirje istega razreda v določenem preteklem obdobju, ponudbeno ceno in povprečno tržno ceno v omejenem preteklem obdobju (Samec, 2002, str. 6).

V primerjalnem pravu in tudi po ZPre poznamo tudi t. i. prostovoljno ponudbo. Pojem prostovoljna ponudba se uporablja, ker po zakonu ta oseba še ni zavezana dati ponudbe za odkup vseh vrednostnih papirjev, možno pa je celo, da še ni pridobila nobene delnice ciljne družbe. V tujih ureditvah so take ponudbe možne tudi kot delne prostovoljne ponudbe. To pomeni pridobitev določenega nižjega odstotka vrednostnih papirjev z javno ponudbo pred pridobitvijo kontrolnega deleža. Po ZPre ni mogoče dati delne prostovoljne ponudbe. Treba je poudariti, da se z urejenim postopkom pridobivanja vrednostnih papirjev zagotavlja večjo varnost za delničarje, s tem so onemogočene tudi manipulacije na trgu. Delna prostovoljna ponudba bi bila smiselna zaradi področnih zakonov, ki omejujejo deleže v kapitalu oz. glasovalno udeležbo in jo vežejo na pridobitev dovoljenj - npr. zakona o bančništvu in zavarovalništvu (Samec, 2002, str. 7).

ZPre pri predpisanih sankcijah za kršitve ne predvideva civilnopравnih temveč zgolj korporacijske ter kazenske sankcije. Kršitve ZPre so opredeljene kot prekrški. Treba je poudariti, da so tudi v primerjalnih ureditvah posli, s katerimi se krši prevzemna zakonodaja veljavni, vendar pa večina zakonodaj predvideva popolno izgubo glasovalnih pravic ob kršitvi neizstavitve obvezne ponudbe. Ponekod - v Avstriji in Nemčiji - lahko pride celo do izgube vseh pravic iz delnic. ZPre v bistvu vrne kršitelja v "prejšnje stanje". Torej ne pride do popolnega odvzema glasovalnih pravic, temveč se nezakonito pridobljene delnice zgolj sorazmerno prištevajo ostalim. Namesto kompleksnega izračuna bi bila lažja in transparentnejša, zlasti pa z vidika namena sankcije učinkovitejša določba o

popolni izgubi glasovalnih pravic. Po predlagani smernici EU država sama določi, kako bo kaznovala kršitve, vendar morajo biti sankcije takšne, da silijo k spoštovanju predpisov in zagotovijo učinkovitost zakonodaje (Samec, 2002, str. 6).

Eno najboljčutljivejših vprašanj v prevzemnih postopkih predstavljajo obveznosti ravnanja upravljalkega organa v postopku prevzema oziroma zahteva po nevtralnosti. Medtem ko večina držav precej omejuje kurativne obrambne mehanizme, so Nemci, ki so nasprotovali sprejetju petega predloga smernice EU, prav zaradi določila o možnosti uporabe obrambnih mehanizmov sprejeli v svoj zakon širše možnosti za obrambo, tudi t. i. skupščinske sklepe na zalogo. Glede na trend, ki je prisoten v EU, bi bilo sicer vprašanje o širiti možnih obrambnih mehanizmov - tako kot so to storili Nemci - smiselno, vendar pa je treba vseeno zagotoviti vsaj (realno) možnost upravi, da se brani, tako kot to zagotavljajo primerjalne zakonodaje. V Sloveniji uprava ciljne družbe v prevzemnem postopku ne more ravnati samovoljno, ampak je v postopku prevzema vezana na sklep skupščine, ki mora biti sklicana vsaj mesec dni pred zasedanjem. Zato bi bilo smiselno sklicni rok v prevzemnem postopku skrajšati na 14 dni, prav tako pa naj se podaljša ponudba, če bo skupščina potrdila obrambna dejanja. Samo na ta način bo uprava sploh imela možnost dobiti pooblastilo delničarjev. Treba je tudi razmisliti o smiselnosti vnovične skupščinske odobritve za odobreni kapital in o možnosti pridobivanja lastnih delnic zaradi možnosti hitrega ukrepanja. Vloga države v nobeni primerjalni ureditvi ni v tem, da bi prevzeme preprečevala, temveč je ta omejena na zagotavljanje transparentnih postopkov in njihovo kontrolo. V EU skušajo preprečiti tudi institut zlate delnice, ki zagotavlja neskladna glasovalna upravičenja (Samec, 2002, str. 7).

4 PRIMER PREVZEMA DRUŽBE KRONA HOLDING D.D. S STRANI DRUŽBE PULSAR HOLDING D.D.

4.1 PREDSTAVITEV DRUŽBE PULSAR HOLDING D.D.

4.1.1 USTANOVITEV IN SPLOŠNI PODATKI

Družba PULSAR HOLDING, d.d., Ljubljana je nastala s preoblikovanjem pooblaščenice investicijske družbe PULSAR d.d. Ustanovitev pooblaščenice investicijske družbe PULSAR d.d. je bila vpisana v sodni register pod št. registrskega vložka 1/26078/00 pri Okrožnem sodišču v Ljubljani, pod št. sklepa SRG 95/00764, z dne 28.2.1995. Ustanovitelj družbe je bila PULSAR, Pooblaščenica družba za upravljanje d.o.o., Ljubljana.

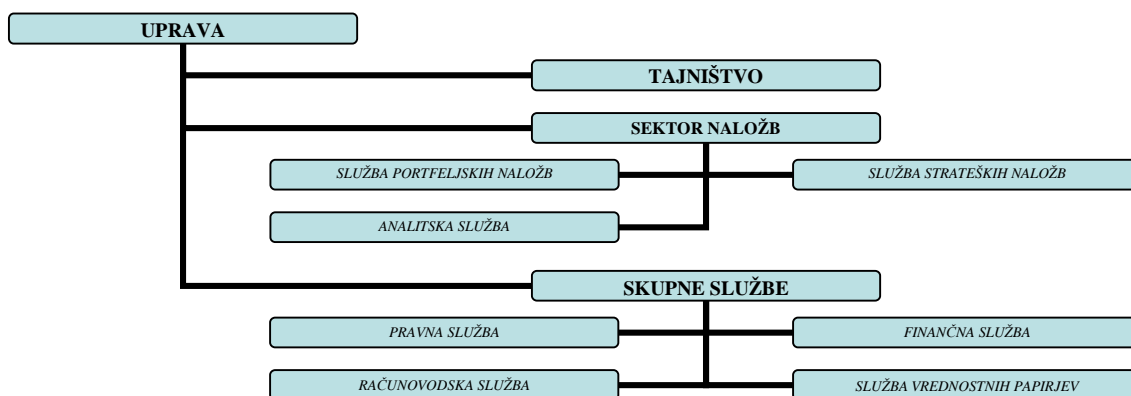
Na skupščini družbe dne 26.9.2000 je bil sprejet sklep o preoblikovanju družbe PID PULSAR d.d. v redno delniško družbo Pulsar holding d.d. Agencija za trg vrednostnih papirjev je na svoji seji dne 4.7.2001 z odločbo št. 58/18/AG-01 odločila: Pooblaščen investicijski družbi PULSAR, Pooblaščen investicijska družba, d.d., Ljubljana se izda dovoljenje za preoblikovanje v redno delniško družbo PULSAR HOLDING, ustanavljanje, financiranje in upravljanje družb, d.d., Ljubljana. Dne 26.7.2001 je bila v sodni register pod št. vložka 1/26078/00 s sklepom Srg 2000/14662 vpisana sprememba firme, skrajšane firme, naslova, sedeža, osnovnega kapitala in dejavnosti zaradi preoblikovanja iz pooblaščen investicijske družbe v redno delniško družbo.

Osnovni kapital družbe znaša 939.319.000,00 SIT in je razdeljen na 939.319 delnic z nominalno vrednostjo 1.000,00 SIT. Knjižna vrednost kapitala družbe je na dan 31.12.2003 znašala 1.879.319.000,00 SIT. Knjigovodska vrednost delnice na bilančni dan je znašala 2.000,72 SIT. Glavna dejavnost družbe je dejavnost holdingov.

4.1.2 ORGANIZACIJSKA SHEMA DRUŽBE

Organizacijska shema družbe je podobna kot pri mnogih malih podjetjih, z značilnostmi svoje dejavnosti. V sliki 1 je prikazana organizacijska struktura zaposlenih v družbi Pulsar holding d.d., ki jo je sprejela uprava z izdelavo načrta mikroorganizacije v letu 2001.

Slika 1: Shematski prikaz organizacijske strukture družbe



Vir: Letno poročilo družbe Pulsar holding d.d., 2003.

Predstavljena organizacijska shema družbe je predvidena za daljše prihodnje obdobje, ko bo družba udejanjila vse predvidene povezave znotraj skupine.

4.1.3 POSLOVANJE DRUŽBE V POSLOVNIH LETIH 2002 IN 2003

Družba Pulsar holding d.d. je v poslovnih letih 2002 in 2003 dosegla dober izid poslovanja, tako v finančnem kot tudi v strateškem smislu. Za družbo so bile v poslovnem letu 2002 pomembne predvsem tri strateške odločitve, in sicer odprodaja delnic PID Mercata d.d., uspešno izveden prevzem družbe Krona holding d.d., ter nakup večinskega deleža v družbi za upravljanje skladov DUS Krona d.o.o.

Pri prodaji delnic PID Mercata d.d. je družba Pulsar holding d.d. ustvarila pretežen del dobička poslovnega leta 2002, s prevzemom družbe Krona holding d.d. ter nakupom družbe DUS Krona d.o.o. pa je družba začela uresničevati zamisel o oblikovanju skupine ter tesnejšem sodelovanju z družbami Krona holding d.d., DUS Krona d.o.o. in PID Krona Senior d.d.

Poslovni rezultat leta 2003 je potrdil pravilnost preteklih odločitev glede strateških naložbenih usmeritev. Vse družbe, ki predstavljajo strateške naložbe so za razliko od leta 2002, v poslovnem letu 2003 dosegle pozitiven poslovni izid. Poslovale so z dobičkom, hkrati pa tudi same konsolidirale svoje naložbe.

Poglavitni cilji družbe Pulsar holding d.d. so bili v letu 2003 doseženi in sicer:

- Likvidacija družbe Euroin fond d.d.
 - Zaključek postopka likvidacije družbe Euroin fond d.d., kar je za družbo Pulsar holding d.d. predvsem pomenilo pridobitev dodatnega 14% lastniškega deleža v družbi DUS Krona d.o.o.
- Prodaja deleža DUS Krona d.o.o. sami družbi.
 - V mesecu juniju 2003 je družba DUS Krona d.o.o. od družbe Pulsar holding d.d. odkupila lasten delež v višini 21,775%. Hkrati je nakup opravila tudi od drugega družbenika, tako da se razmerje lastniških deležev med družbenikoma ni spremenilo, povečal se je le lasten delež družbe DUS Krona d.o.o. Družba Pulsar holding d.d. ima ob upoštevanju lastnega deleža, 83% glasovalnih pravic v družbi DUS Krona d.o.o.
- Trgovanje z delnicami PID Krona Senior d.d.
 - V letu 2003 je družba opravila nekaj nakupov in prodaj delnic družbe PID Krona Senior d.d. Značilnost teh poslov je dolgoročno pridobivanje dodatnih delnic omenjene družbe, prodaje pa so bile namenjene pridobivanju kratkoročnih finančnih virov in ustvarjanju kratkoročnih kapitalskih dobičkov.
- Nadaljni nakupi delnic družbe Krona holding d.d.
 - Družba je tudi v letu 2003 nadaljevala z nakupi delnic družbe Krona holding d.d., ki kotirajo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Promet z

delnicami je bil sicer sila skromen, a je družbi kljub temu uspelo pridobiti že 62,03% lastniški delež.

- Dokapitalizacija družbe PIC d.o.o.
 - Družba Pulsar holding d.d. je skupaj z odvisnima družbama Krona holding d.d. in Ojstrica Celje d.o.o. dokapitalizirala družbo PIC d.o.o.
 - Delnice družbe Finira d.d. so bile v postopku dokapitalizacije družbe PIC d.o.o. prenešene na to družbo. Družba PIC d.o.o. je imela na presečni dan v lasti 502.638 delnic Finira d.d., kar predstavlja 23,06% lastniški delež.
- Prodaje naložb, ki za družbo niso zanimive
 - Družba je v letu 2003 nadaljevala s prodajami nestrategičnih naložb in tako uspešno prodala delnice Elektro Gorenjska d.d., Elektro Celje d.d. in družbe SCT d.d.

Pomembna odločitev delničarjev

- Delničarji družbe so na skupščini 24. februarja 2003 soglasno izglasovali umik delnic družbe Pulsar holding d.d. (PLHR) iz prostega trga Ljubljanske borze. Ker je bil izpolnjen tudi dodatni pogoj za umik iz kotacije v skladu z Zakonom o gospodarskih družbah, so bile delnice PLHR dne 29.05.2003 izključene iz trgovanja.

Za prihodnja leta je prednostna naloga uprave predvsem še povečati pozitivne učinke sodelovanja družb v skupini. Ob upoštevanju predvidenih pozitivnih trendov na slovenskem delniškem trgu ter učinkov strateškega dela naložb uprava družbe pričakuje dolgoročno rast družbe in dobička, posledično pa tudi konstantno rast vrednosti delnice.

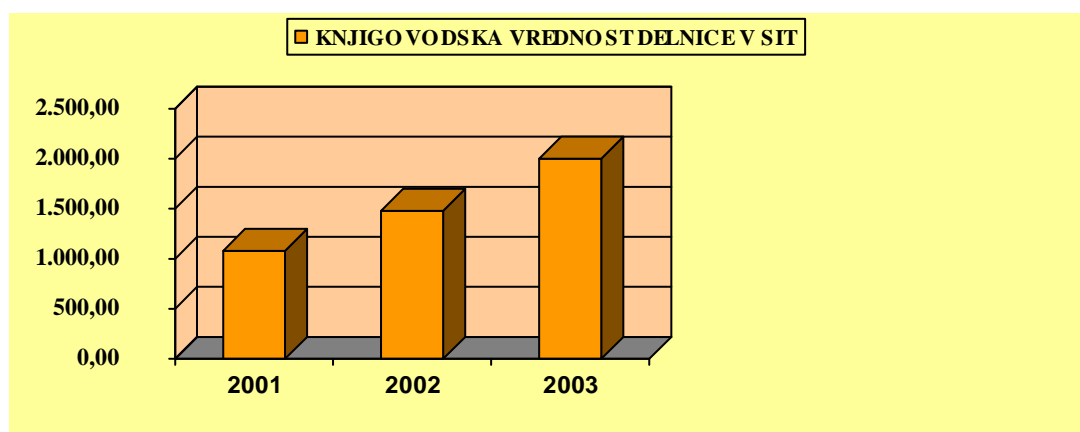
V tabelah 5, 6 in 7 ter slikah 2, 3 in 4 prikazujem primerjavo nekaterih kazalcev poslovanja družbe za obdobje 2001 - 2003.

Tabela 5: Knjigovodska vrednost delnice družbe Pulsar holding d.d. v obdobju 2001 -2003

	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003
KNJIGOVODSKA VREDNOST DELNICE	1.076,00 SIT	1.480,87 SIT	2.000,72 SIT

Vir: Letno poročilo družbe Pulsar holding d.d., 2003.

Slika 2: Primerjava knjigovodske vrednosti delnice v obdobju 2001 – 2003 v SIT



Vir: Letno poročilo družbe Pulsar holding d.d., 2003.

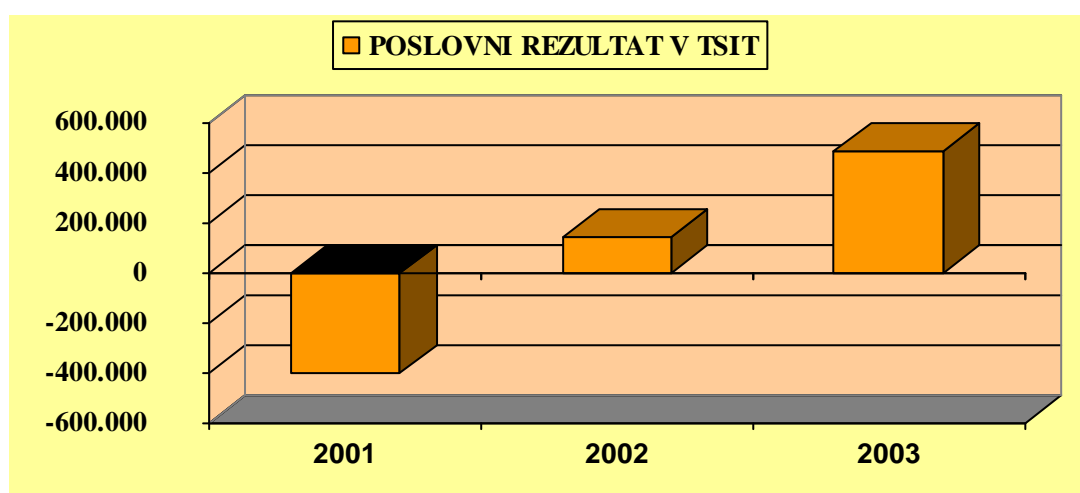
Knjigovodska vrednost delnice obsega njeno nominalno vrednost, spremenjeno za prenesene oz. tekoče dobičke ter izgube.

Tabela 6: Poslovni rezultati družbe Pulsar holding d.d. v obdobju 2001 -2003

	LETO 2001	LETO 2002	LETO 2003
Poslovni rezultat	-401.120 TSIT	141.925 TSIT	488.306 TSIT

Vir: Letno poročilo družbe Pulsar holding d.d., 2003.

Slika 3: Primerjava poslovnih rezultatov v obdobju 2001 – 2003 v TSIT



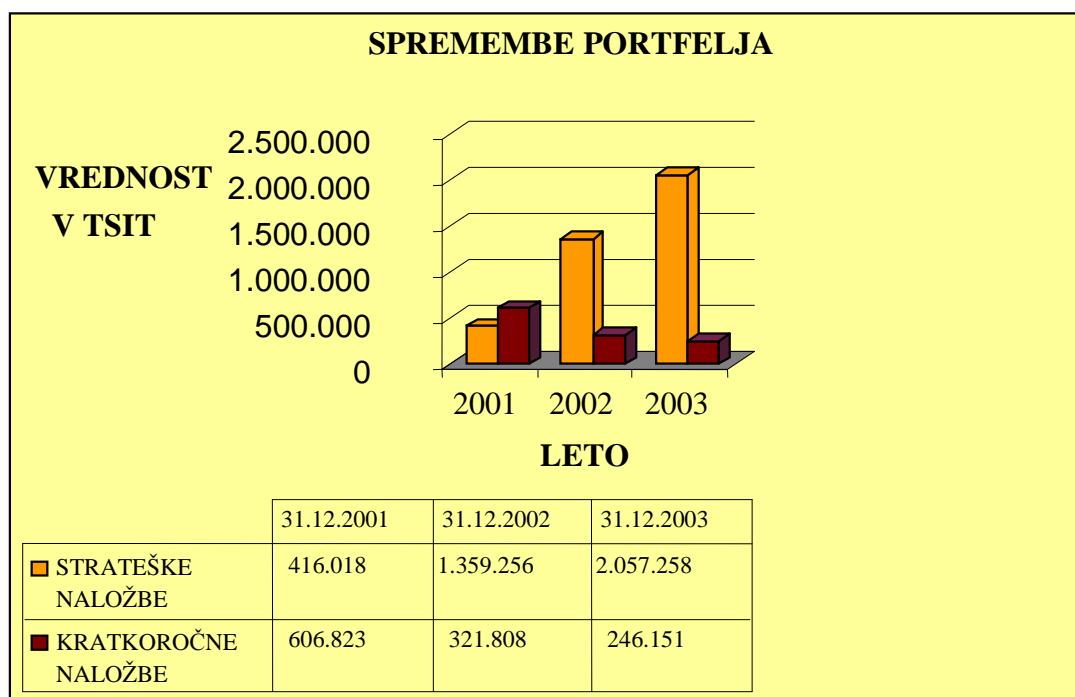
Vir: Letno poročilo družbe Pulsar holding d.d., 2003.

Tabela 7: Portfelj po ročnosti naložb družbe Pulsar holding d.d. v obdobju 2001 -2003

	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003
Strateške naložbe	416.018 TSIT	1.359.256 TSIT	2.057.258 TSIT
Kratkoročne naložbe	606.823 TSIT	321.808 TSIT	246.151 TSIT

Vir: Letno poročilo družbe Pulsar holding d.d., 2003.

Slika 4: Spremembe portfelja glede ročnosti naložb v obdobju 2001 – 2003 (naložbe v TSIT)



Vir: Letno poročilo družbe Pulsar holding d.d., 2003.

4.2 PREDSTAVITEV DRUŽBE KRONA HOLDING D.D.

4.2.1 USTANOVITEV IN SPLOŠNI PODATKI

Družba KRONA HOLDING d.d. je nastala s preoblikovanjem Pooblaščenice investicijske družbe KRONA KRONA d.d. Ustanovitev Pooblaščenice investicijske družbe KRONA KRONA d.d. je bila vpisana v sodni register pod št. registrskega vložka 1/26073/00 pri Okrožnem sodišču v Ljubljani, pod št. sklepa SRG 95/00715, z dne 28.2.1995. Ustanovitelj družbe je bila DUS KRONA, Pooblaščenica družba za upravljanje d.o.o., Ljubljana.

Na skupščini družbe dne 04.09.2001 je bil sprejet sklep o preoblikovanju družbe KRONA KRONA d.d. v redno delniško družbo. Agencija za trg vrednostnih papirjev je na seji dne 6.02.2002 z odločbo št. 58/2/20/AG-02 odločila: Družbi KRONA KRONA, Pooblaščenca investicijska družba d.d., Ljubljana, se izda dovoljenje za preoblikovanje v redno delniško družbo KRONA HOLDING, Finančna družba d.d.. Dne 19.03.2002 je bila v sodni register pod št. vložka 1/26073/00 s sklepom Srg 2002/1446 vpisana sprememba firme, skrajšane firme, naslova, sedeža, osnovnega kapitala in dejavnosti zaradi preoblikovanja iz pooblaščenca investicijske družbe v redno delniško družbo.

Osnovni kapital družbe znaša 1.287.121.000,00 SIT in je razdeljen na 1.287.121 delnic z nominalno vrednostjo 1.000,00 SIT. Knjižna vrednost kapitala družbe je na dan 31.12.2003 znašala 1.148.060.000 SIT. Knjigovodska vrednost delnice na bilančni dan je znašala 891,96 SIT, tržna vrednost pa 470,20 SIT. Glavna dejavnost družbe je dejavnost holdingov.

Družba Krona holding d.d. je imela ob objavljeni ponudbi za prevzem s strani družbe Pulsar holding d.d., v večinski lasti (posredno ali neposredno) deleže v petih družbah, od katerih je bila pri treh edina lastnica, ter naložbo v nepremičnino Kalič. Naložbe z večinskim lastništvom prikazujem v tabeli 8.

Tabela 8: Družbe v večinski lasti družbe Krona holding d.d.

Družba	Delež v %	Lastnik
Silentia d.d.	100	Krona holding d.d.
PIC d.o.o.	100	Krona holding d.d.
Ojstrica gostinstvo Celje d.o.o.	85,22	Krona holding d.d.
Smučarski center Kalič	85	Krona holding d.d.
Atelje za zlatarstvo d.d.	75,06	Silentia d.d.
Silentium d.o.o.	100	PIC d.o.o.

Vir: Letno poročilo družbe Krona holding d.d., 2002.

4.2.2 POSLOVANJE DRUŽBE V POSLOVNIH LETIH 2002 IN 2003

Družba Krona holding d.d. je v poslovnem letu 2002 dosegla negativen izid poslovanja v finančnem smislu. Za poslovanje družbe v letu 2002 so bile značilne prodaje naložb, ki za družbo niso bile strateškega pomena, predvsem deleži in delnice, ki so bile pridobljene na dražbah Slovenske razvojne družbe v postopku lastninskega preoblikovanja podjetij za lastninske certifikate. Pri prodaji nestrategskih naložb v letu 2002 (po vpisu preoblikovanja družbe) je družba realizirala visoke kapitalske izgube v skupni višini 185.526.000,00 SIT. Večje prodaje deležev so predstavljale prodaje v družbah Geoprojekt d.d., Minervo d.d.,

Kemofarmacija d.d. ter Premogovnik Velenje d.d. Na nakupni strani so prevladovali nakupi strateških naložb. Družba je v skladu s poslovno politiko pridobila večinski delež v družbi Ojstrica gostinstvo Celje. Zaradi vrednotenja naložb po kapitalski metodi, ki se je upoštevala pri vrednotenju naložb, kjer je Krona holding d.d. večinska lastnica, je družba iz naslova pripisov izgub realizirala dodatno izgubo v višini 145.252.000,00 SIT.

Glavna značilnost poslovanja družbe Krona holding d.d. v poslovnem letu 2003 je bila nadaljnje oblikovanje strateškega portfelja, katerega politika je bila načrtovana že v letu 2002, prodaja naložb, ki za družbo niso bile strateškega pomena ter nakup strateških naložb.

Družba je v poslovnem letu 2003 ustvarila 350.765 TSIT prihodkov, od tega pri prodaji finančnih naložb 151.298 TSIT, od pripisov rezultata odvisnih družb pa 164.896 TSIT. Odhodkov je bilo za 315.128 TSIT predvsem pri prodajah finančnih naložb, ki pa so bili pričakovani, saj so bile v večini primerov te delnice pridobljene še na dražbah Slovenske razvojne družbe po zelo visokih cenah. Pri prodajah naložb Cestno podjetje Murska Sobota d.d., Elektro Gorenjska d.d., Elektro Primorska d.d., Silentia d.d., Elektron ID Krško d.d., SCT d.d., Teol d.d. ter Primis Vrhnika d.d. je družba v večini primerov realizirala visoke kapitalske izgube. Družba je tako v poslovnem letu 2003 ustvarila pozitiven poslovni izid v višini 35.637 TSIT.

Družba je v skladu s poslovno politiko nadalje pridobivala delnice družbe PID Krona Senior d.d. in poslovni delež v družbi Ojstrica gostinstvo Celje d.o.o., pri kateri je ob koncu leta 2003 imela že nekaj manj kot 99% glasovalnih pravic.

Dokapitalizacija družbe PIC d.o.o.

- Družba Krona holding d.d. je skupaj z matično družbo Pulsar holding d.d. ter družbo Ojstrica Celje d.o.o. dokapitalizirala družbo PIC d.o.o.
- Delnice družbe Finira d.d. so bile v postopku dokapitalizacije družbe PIC d.o.o. prenešene na to družbo. Družba PIC d.o.o. ima tako v lasti 502.638 delnic Finira d.d., kar predstavlja 23,06% lastniški delež.

Uprava družbe je skupaj z nadzornim svetom in večjimi delničarji družbe že v preteklih letih zastavila poslovno politiko, ki je značilna za holdinško obliko organizacije. Poslovno politiko oblikovanja dolgoročnega portfelja po prevzemu s strani družbe Pulsar holding d.d., družba Krona holding d.d., oblikuje v skladu s politiko večinskega lastnika, in je usmerjena predvsem v naložbe ID Krona Senior d.d., DUS Krona d.o.o. ter družbo Finira d.d.

V prihodnjih letih je naloga uprave, da nadaljuje z oblikovanjem načrtanega dolgoročnega portfelja družbe, optimiziranjem stroškov poslovanja ter uspešnim upravljanjem netržnega premoženja v skladu z razmerami na trgu vrednostnih papirjev. Nadaljnje približevanje

poslovanja z matično družbo je odvisno predvsem od napovedanih sprememb zakonov, ki urejajo poslovanje holdingov nastalih iz pooblaščenih investicijskih družb.

4.2.3 ODLOČITEV UPRAVE IN NADZORNEGA SVETA DRUŽBE PULSAR HOLDING D.D., GLEDE OBJAVE JAVNE PONUDBE ZA ODKUP VSEH DELNIC DRUŽBE KRONA HOLDING D.D.

Na 5. redni seji nadzornega sveta Pulsar holding d.d., Ljubljana, ki je bila dne 04.09.2002 je direktor družbe predstavil razloge za objavo ponudbe za prevzem. Uvodoma je pojasnil značilnost odnosov z družbo Krona holding d.d. Pulsar holding d.d. je v obdobju, ko je bila družba Krona holding d.d. še PID Krona Krona, pridobil cca. 29% lastniški delež, kar je bilo v skladu s takratno zakonodajo, saj Zakon o prevzemih omejuje lastništvo v pooblaščenih investicijskih skladih na delež do 40%. Vendar pa, ko se je družba PID Krona Krona d.d. preoblikovala v družbo Krona holding d.d., je zanjo začel veljati nižji, 25% prag lastništva, in Pulsar holding d.d. je bil primoran lastniški delež zmanjšati pod 25%, ali pa objaviti ponudbo za prevzem. Zaradi likvidnostnih problemov Pulsar holding d.d. ni mogel objaviti ponudbe za prevzem in se je zato odločil zmanjšati lastniški delež pod 25% ter morebiten prevzem preložiti za nedoločen čas.

V skladu s poslovno politiko družbe ter predvsem izboljšane likvidnostne situacije je uprava družbe menila, da je nastopil primeren čas, da Pulsar holding d.d. poda ponudbo za prevzem družbe Krona holding d.d. po ceni 450,00 SIT za eno delnico. Glede na to, da je bilo v tistem trenutku v lasti družbe Pulsar holding d.d. 319.612 delnic družbe Krona holding d.d. oz. 24,8% vseh delnic, bi ob predpostavki, da bodo vsi delničarji sprejeli ponudbo, družba potrebovala skupaj cca. 436 mio SIT. Glede na razmere na trgu, predvsem zelo veliko razpršenost lastništva, pa je bilo realno pričakovati, da bo ponudbo sprejelo približno 40% obstoječih delničarjev, za kar bi Pulsar holding d.d. potreboval okoli 175 mio SIT. Pulsar holding d.d. bi ob tej predpostavki pridobil več kot 60% delež, kar bi popolnoma zadostovalo za uveljavljanje svojih ciljev in vpliv na poslovanje družbe Krona holding d.d., prav tako pa v skladu z Zakonom o prevzemih ne bi bil več primoran objaviti nadaljnih ponudb za prevzem, saj bi presegel 45% prag lastništva. Družba je ceno 450,00 SIT oblikovala na podlagi povprečnih tržnih tečajev v preteklem enoletnem obdobju z dodatkom prevzemne premije.

Nadzorni svet je po dolgotrajni diskusiji na koncu soglasno sprejel sklep: »Nadzorni svet se strinja ter odobrava potek postopka za pridobitev več kot 45% lastniškega deleža v družbi Krona holding d.d. Nadzorni svet se tudi strinja, da uprava pri izvedbi postopkov sodeluje z najugodnejšimi ponudniki.« Ta seja nadzornega sveta predstavlja zgodovinski, prelomni trenutek pri razvoju in rasti družbe Pulsar holding d.d.

4.3 RAZLOGI ZA PREVZEM OZIROMA POVEZOVANJE OBRAVNAVANIH DRUŽB

Struktura naložb obeh družb ob dani prevzemni ponudbi je bila tipično holdinške oblike, pri čemer je družba Pulsar holding d.d. imela predvsem dve večji naložbi in sicer v družbo za upravljanje DUS Krona d.o.o. ter v družbo PID Krona Senior d.d., medtem ko je imela družba Krona holding d.d. precej bolj raznolik portfelj. Različnost portfeljev je bil prav gotovo eden izmed glavnih razlogov za obravnavani prevzem.

Z vidika prevzemnika so zanimive predvsem strateške naložbe, kjer ima družba Krona holding d.d. večinski lastniški delež. Družbe, ki so uvrščene v strateški del portfelja, so večinoma aktivno udeležene na trgu nepremičnin. Družba PIC d.o.o. je preko svoje hčerinske družbe v zadnjih letih na Hrvaškem pridobila zelo zanimive, deloma zazidljive obmorske površine v okolici Pule v skupni izmeri 622.000 m², družba Silentia d.d. pa ima preko hčerinske družbe v lasti nepremičnino v stari Ljubljani, ki je namenjena za prodajo.

Družba Pulsar holding d.d. s svojimi omejenimi sredstvi sama ne bi mogla pridobiti tako širokega obsega naložb, zato je bil prevzem toliko bolj smiseln. Vrednostno ugodno izpeljan prevzem je družbi Pulsar holding d.d. omogočil, da bo z relativno majhnim vložkom svoj vpliv uveljavljala v precej večjem obsegu kot pred prevzemom. V tabeli 9 prikazujem naložbeno strukturo družbe Pulsar holding d.d., na podlagi katere se je uprava odločila, da bi bil primeren trenutek za prevzem druge podobne družbe.

Tabela 9: Naložbe družbe Pulsar holding d.d. pred objavo prevzema družbe Krona holding d.d.

IZDAJATELJ	ŠTEVILO DELNIC / LASTNIŠKI DELEŽ	VREDNOST NALOŽBE
STRATEŠKE NALOŽBE		
PID KRONA SENIOR d.d.	3.379.771	337.977.100,00 SIT
KRONA HOLDING d.d.	319.612	262.648.000,00 SIT
EUROIN FOND d.d.	3.700	225.999.996,00 SIT
DUS KRONA d.o.o.	28,164%	225.312.000,00 SIT
FINIRA d.d.	306.821	199.433.650,00 SIT
SKUPAJ STRATEŠKE NALOŽBE		1.251.370.746,00 SIT
PORTFELJSKE NALOŽBE		
ELEKTRO GORENJSKA d.d.	106.329	74.430.300,00 SIT
MURA d.d.	53.728	24.177.600,00 SIT
ELEKTRO CELJE d.d.	23.262	16.283.400,00 SIT
SCT d.d.	530	2.650.000,00 SIT
SKUPAJ PORTFELJSKE NALOŽBE		117.541.300,00 SIT
SKUPAJ NALOŽBE		1.368.912.046,00 SIT

Vir: Letno poročilo družbe Pulsar holding d.d., 2002.

V tabeli 10 prikazujem naložbeno strukturo družbe Krona holding d.d., zaradi katere se je uprava družbe Pulsar holding d.d. odločila, da bi bila le ta primerna tarča za prevzem.

Tabela 10: Naložbe družbe Krona holding d.d. pred objavo prevzema s strani družbe Pulsar holding d.d.

IZDAJATELJ	ŠTEVILO DELNIC / LASTNIŠKI DELEŽ	VREDNOST NALOŽBE
STRATEŠKE NALOŽBE		
SILENTIA d.d.	16.903	152.127.000 SIT
PIC d.d.	100%	170.000.000 SIT
GOSTINSKO PODJETJE OJSTRICA d.d..	95%	220.000.000 SIT
SPECTRUM d.o.o.	53,6%	65.000.000 SIT
FINIRA d.d.	90.871	90.871.000 SIT
SKUPAJ STRATEŠKE NALOŽBE		697.998.000,00 SIT
PORTFELJSKE NALOŽBE – TRŽNI VP		
MERCATOR d.d.	532	12.714.800,00 SIT
KRKA d.d.	423	17.723.700,00 SIT
SKUPAJ TRŽNI VP		30.438.500,00 SIT
PORTFELJSKE NALOŽBE – NETRŽNI VP		
TELEKOM d.d.	2.587	74.505.600,00 SIT
CESTNO PODJETJE MS d.d.	38.444	61.510.400,00 SIT
ELEKTRO LJUBLJANA d.d.	30.000	28.500.000,00 SIT
TEOL d.d.	21.971	21.971.000,00 SIT
VELANA d.d.	34.737	21.884.310,00 SIT
SKUPAJ NETRŽNI VP		208.370.900,00 SIT
NEPREMIČNINE		
SMUČARSKI CENTER KALIČ	85%	55.250.000,00 SIT
SKUPAJ NALOŽBE		992.057.400,00 SIT

Vir: Letno poročilo družbe Krona holding d.d., 2002.

Pozicija na trgu, odnos do partnerjev ter nižji stroški poslovanja so naslednji dejavniki, ki so vplivali na odločitev za prevzem. S prevzemom bi kreditni potencial vseh družb v skupini močno narastel, obenem pa bi družbe dosegale tudi boljše pogoje pri pogajanjih s kreditodajalci. Na trgu vrednostnih papirjev bi si skupina pridobila večji ugled in prepoznavnost, kar posledično pomeni lažje pridobivanje posameznih poslov.

Pri načrtovanju organizacije dela v prihodnjih letih družbe v skupini usklajujejo svoje načrte poslovanja, postopoma poteka prilagajanje števila zaposlenih, njihovih del in nalog, zmanjšuje se obseg sodelovanja z zunanjimi pogodbenimi partnerji, stroški za razvoj informacijskega sistema se delijo med celotno skupino. Vsi naštetih dejavniki pa bodo

povzročili občutno zmanjšanje stroškov poslovanja, izboljššan delovni proces in učinkovitost dela.

4.3.1 ZAKAJ PREVZEM IN NE TAKOJŠNJA ZDRUŽITEV ALI PRIPOJITEV

Kakor sem predstavil že v prejšnjem poglavju o teoretičnih izhodiščih prevzemov, je tudi družba Pulsar holding d.d. imela več možnosti pri povezovanju z družbo Krona holding d.d.. V nadaljnjih poglavjih bom pojasnil odločitev za prevzem in ne za združitev ali pripojitev omenjenih družb.

Davčni vpliv na odločitev je ob predpostavki, da na tem mestu zanemarimo dejstvo, da bi se v primeru združitve ali pripojitve družb, za to dejanje morali odločiti delničarji obeh družb, poglavitni razlog za odločitev za prevzem in ne za združevanje oz. pripojitev. Do uveljavitve nove davčne zakonodaje je v Sloveniji za razliko od člani EU veljala zakonodaja po kateri s pripojitvijo, pretekle davčne izgube družbe, ki se pripaja k drugi družbi niso prenosljive na družbo h kateri se prva pripaja. V primeru združitve in nastanka nove pravne osebe pa obe družbi, ki se združujeta izgubita ugodnosti preteklih davčnih izgub.

Obe družbi imata v davčnih bilancah izkazane visoke davčne izgube, saj sta obe družbi v preteklih letih poslovali z negativnim poslovnim rezultatom, pri čemer sta obe družbi izkazano poslovno izgubo pokrivali v breme revalorizacijskih popravkov kapitala, medtem ko je davčna izguba ostajala in se v preteklih letih tudi povečevala. Podobno bi ugotovili tudi pri drugih pooblaščenih investicijskih družbah. Glavni razlog za negativne poslovne izide je v visokih nakupnih cenah družb, ki so jih PID-i kupovali v postopku privatizacije na dražbah slovenske razvojne družbe. Ob kasnejših prodajah teh naložb na trgu so PID-i v glavnem dosegali nižje cene od nabavnih, kar je privedlo do negativnih poslovnih izidov. Vkolikor pa PID-i teh naložb niso prodali so pri izdelavi zaključnih računov ob koncu leta popravljali realne vrednosti naložb in ker je šlo v glavnem za slaba podjetja so jih popravljali navzdol, kar je zopet privedlo do negativnega poslovnega izida.

Družba Pulsar holding d.d. je uspela do leta 2001 odprodati vse svoje slabe naložbe, tako da je v tem letu še zadnjič imela negativen poslovni izid, v letih 2002 in 2003 pa je poslovala z dobičkom. Družba Krona holding d.d. gre nekako po poti družbe Pulsar holding d.d., vendar z enoletnim zamikom, tako da je pozitiven poslovni izid dosegla v letu 2003.

Iz razloga visokih davčnih izgub je bilo jasno, da se družbi Pulsar holding d.d. nikakor ni izplačalo izpeljati pripojitve ali združitve s družbo Krona holding d.d.. Davčne izgube iz

preteklih let so bile tako visoke, da si družbi nikakor nista mogli in nista smeli privoščiti, da bi jih zaradi statusnih sprememb izgubili.

Statusnopravno povezovanje obeh obravnavanih družb bo vsekakor smiselno, vendar šele po tem, ko bodo ugodnosti davčnih izgub za plačevanje davčnih dajatev dokončno izkoriščene oziroma se bo spremenila naša davčna zakonodaja. V skladu s smernicami in zahtevami EU so spremembe na tem področju nastopile s 1. majem 2004.

Kdaj je smiselen prevzem in kdaj združitev ali pripojitev je iz zgoraj povedanega jasno razvidno, saj je imela pri povezovanju družb davčna bilanca in davčna zakonodaja v okolju, kjer družbi živita, velik vpliv na odločitev glede načina povezovanja. V obravnavanem primeru je bil davčni vpliv na odločitev tako velik, da družba Pulsar holding d.d. niti ni imela veliko možnosti za drugačno odločitev.

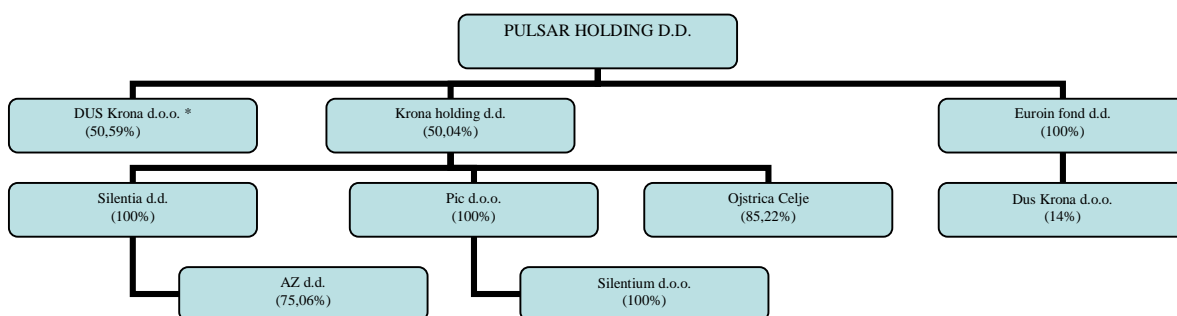
Seveda pa so imeli možnost izbire delničarji družbe Krona holding d.d., ki pa so, kot je danes že znano, z enako mero razumeli smiselnost povezave na podlagi prevzema in ne drugačne oblike povezovanja.

Imata pa družbi v prihodnosti odprte še vse možnosti za nadaljnjo obliko približevanja. Od želja delničarjev v prihodnjih letih je predvsem odvisno, ali se bosta družbi združili ali bo šlo za pripojitev ene družbe k drugi. Glede na spremembe davčne zakonodaje bo odločitev slonela na drugih kriterijih in ne na davčno finančnih.

4.4 ZAOKROŽEVANJE CELOTNE SKUPINE PULSAR HOLDING

V skupini Pulsar holding je bilo konec leta 2002 združenih devet družb, od katerih jih je sedem organiziranih kot delniške družbe, dve pa kot družbe z omejeno odgovornostjo. Družba Pulsar holding d.d. je imela v svoji neposredni lasti le tri družbe, in sicer družbe Euroin fond d.d., DUS Krona d.o.o. in Krona holding d.d., z uspešno izvedenim prevzemom družbe Krona holding d.d. pa je tako pridobila še posredno lastništvo v družbah, ki so v neposredni lasti družbe Krona holding d.d.. To je še eden izmed pomembnih razlogov zakaj se je uprava družbe Pulsar holding d.d. odločila za prevzem, saj v nasprotnem primeru s svojimi lastnimi sredstvi ne bi mogla pridobiti vpliva v tako veliki skupini družb. Slika 5 podrobneje prikazuje strukturo celotne skupine z lastniškimi povezavami, na podlagi katere si je lažje predstavljati notranje odnose med družbami.

Slika 5: Grafični prikaz skupine Pulsar holding ob koncu leta 2002



Vir: Letno poročilo družbe Pulsar holding d.d., 2002.

Zaradi prodaje v letu 2003 družba DUS Krona d.o.o. v letu 2002 ni bila vključena v konsolidirane izkaze. Ob likvidaciji družbe Euroin fond d.d., katere 100% lastnica je družba Pulsar holding d.d., je le ta ponovno pridobila večinski delež v družbi DUS Krona d.o.o., in je zaradi tega v letu 2003 vključena v konsolidacijo.

4.4.1 NAKUP DRUŽB EUROIN FOND D.D. IN DUS KRONA D.O.O.

Ena izmed strateških odločitev uprave in nadzornega sveta družbe Pulsar holding d.d. v letu 2001 je bila pridobitev večinskega deleža v družbi DUS Krona d.o.o.. Do takrat edini lastnik omenjene družbe je bila družba Euroin fond d.d., ki pa je bila v lasti neke tretje družbe. Družba Pulsar holding d.d. je imela dve možnosti, kako pridobiti delež v družbi Dus Krona d.o.o., ali kupiti celotno družbo Euroin fond d.d. ali pa od nje odkupiti delež v DUS Krona d.o.o. Po dolgih pogajanjih z lastniki družbe Euroin fond d.d. je družba Pulsar holding d.d. dosegla sporazum in od družbe Euroin fond d.d. odkupila 21% delež v družbi DUS Krona d.o.o., čez nekaj časa pa še celotno družbo Euroin fond d.d. Tako je družba Pulsar holding d.d. ustvarila prvega od svojih dolgoročnih strateških ciljev, kupiti družbo DUS Krona d.o.o. katera je strateško pomembna predvsem zaradi pogodbe o upravljanju družbe ID Krona Senior d.d., ki je za slovenske razmere srednje velika investicijska družba s skupnim kapitalom cca. 14 mlrd SIT. Poleg pogodbe o upravljanju pa ima družba DUS Krona d.o.o. tudi 10% lastniški delež v družbi PID Krona Senior, ki ga je pridobila kot provizijo za storitev upravljanja v prvih treh letih upravljanja PID-a.

4.4.2 POVEČANJE NALOŽBE V DRUŽBO PID KRONA SENIOR D.D.

S pridobitvijo večinskega deleža v družbi DUS Krona d.o.o. je družba Pulsar holding d.d. posredno pridobila tudi vpliv na poslovanje družbe PID Krona Senior d.d. To je namreč pooblaščen investicijska družba, ki jo upravlja pooblaščen družba za upravljanje skladov DUS Krona d.o.o. Družba Pulsar holding d.d. je z nakupnimi aktivnostmi na trgu vrednostnih papirjev uspela pridobiti okrog 5% vseh delnic družbe PID Krona Senior d.d. Če upoštevamo, da je v lasti družbe DUS Krona d.o.o. še 10% delnic družbe PID Krona Senior d.d., ima družba Pulsar holding d.d. skupaj v neposredni in posredni lasti okrog 15% vseh delnic družbe PID Krona Senior d.d.

Gledano na dolgi rok je ta naložba za družbo Pulsar holding d.d. strateškega pomena, saj sta skupaj z družbo Krona holding d.d. premajhni za pomembnejši nastop na slovenskem trgu kapitala, kaj šele na mednarodnem.

5 SKLEP

V obdobju, ko pišem to diplomsko delo, mineva tretje leto od objave ponudbe za prevzem in lahko z določene časovne razdalje ocenjujem uspešnost zastavljenega projekta. Pri tem menim, da je v zaključku primerno, da ocenim koristi za posamezne skupine v družbah, na katere je ta prevzem najbolj vplival.

Prevzem na zaposlene v obeh družbah neposredno po prevzemu ni imel nobenega vpliva, saj je bil v prevzeti družbi direktor edini zaposleni.

Vpliv na uprave – managerje obeh družb pa bi razdelil na notranje odnose in zunanje dejavnike. Pri notranjih odnosih uprav je pomembno dejstvo, da je bil prevzem prijateljski, medsebojno dogovorjen in ne sovražen. V takem duhu je potekalo tudi sodelovanje po zaključenem prevzemu. Upravi obeh družb sta se zavedali, da je skupen nastop na trgu za obe družbi ključnega pomena, tako lahko sodelovanje med obema upravama ocenimo kot zgledno. Uprava prevzete družbe je bila pri odločitvah, ki so zadevale osnovno, vsakodnevno poslovanje popolnoma samostojna, pri strateških odločitvah pa sta upravi obeh družb skupaj ocenjevali nastalo situacijo in skupaj poiskali najboljše rešitve. Družba Pulsar holding d.d. je s tem prevzemom zaradi omenjenega bistveno pridobila tudi pri strokovnem finančnem znanju ter managerskih veščinah. Navzven pa je najpomembneje, da si je tako uprava prevzemnika kot tudi prevzetega v finančnih krogih pridobila večji ugled in zaupanje kolegov, odprta vrata drugih finančnih institucij in posledično možnost za uspešnejše vodenje pogajanj na vseh področjih poslovanja.

V začetku leta 2004 pa je direktor prevzete družbe na svojo željo prekinil zaposlitev. Nadzorna sveta obeh družb sta zaradi optimizacije stroškov in delovnega procesa, z

direktorjem prevzemne družbe sklenila pogodbo o skupni upravi, po kateri je direktor prevzemne družbe postal tudi direktor prevzete družbe, pri čemer je zaposlen le na prevzemni družbi.

Koristi delničarjev ob prevzemu družbe Krona holding d.d. s strani družbe Pulsar holding d.d. bom razdelil predvsem v dve časovni komponenti, in sicer takojšnjo korist ob prevzemu in dolgoročno korist. Delničarji družbe Krona holding d.d. so imeli ob ponudbi za prevzem možnost prodati delnice po ceni, ki je bila za 15 do 20 % višja od cene, s katero se je v obdobju pred prevzemom trgovalo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Tisti delničarji, ki so izkoristili priložnost in delnice prodali, so imeli takojšnjo korist v obliki prevzemne premije. Višina prevzemne premije je bila primerljiva s podobnimi primeri v Sloveniji in v svetu.

Pri tem je zanimivo, da so se za prodajo odločili predvsem večji delničarji družbe, mali delničarji pa se za prodajo niso odločili. Pri tem lahko seveda špekuliramo, zakaj je do tega prišlo, vendar je v skladu z razlagami iz prejšnjih poglavij jasno, da mali delničarji v Sloveniji premalo in preslabo spremljajo svoje premoženje naloženo v delnice, ki so ga pridobili v postopku lastninskega preoblikovanja. Kljub temu, da je bila informacija o prevzemu večkrat objavljena v dnevnem časopisju, je po mojem mnenju odločilno, da veliko število tako imenovanih malih delničarjev, kljub vsemu oglaševanju in objavljanju ponudbe, ni bilo seznanjenih s ponudbo za odkup.

Prav tako so takojšnjo korist imeli delničarji družbe Pulsar holding d.d., saj je njihova družba pridobila delnice družbe Krona holding d.d. po ceni, ki je nižja od njene knjigovodske vrednosti, in tako se je povečala tudi vrednost družbe Pulsar holding d.d. in posledično vrednost premoženja vsakega delničarja družbe Pulsar holding d.d. Sicer se ta sprememba na trgu vrednostnih papirjev ni odrazila tudi z višjim tečajem delnice, kar pa gre predvsem pripisati izjemno slabi likvidnosti delnice družbe Pulsar holding d.d. na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev.

O dolgoročnih koristih delničarjev družbe Krona holding d.d., ki delnic niso prodali, ter delničarjev družbe Pulsar holding d.d., je trenutno še prezgodaj pisati, vendar lahko na podlagi zelo uspešnih poslovnih rezultatov za poslovno leto 2003 ter prihodnjih načrtov obeh družb z veliko gotovostjo predvidevamo, da bodo delničarji, ki še vedno zaupajo obema upravama, v prihodnje zato tudi nagrajeni z višjo vrednostjo obeh družb in posledično z višjo vrednostjo svojih delnic.

V današnjem trenutku je že popolnoma jasno, da je bil prevzem uspešen in dobro izpeljan, pri čemer pa so se najbolje odločili tisti delničarji prevzete družbe, ki so sprejeli ponudbo za odkup in so pridobljena sredstva od prodaje namenili za nakup delnic družbe Pulsar

holding d.d. S tem so realizirali prevzemno premijo ter postali delničarji nove družbe, ki ima vse potencialne za uspešno prihodnjo rast in je to dokazala že v prvem letu po prevzemu.

LITERATURA

1. Apfelbaum H. Steven et al.: Anatomy of a merger: Behavior of organizational and processes throughout the pre - during - post - stages (part 1). Management decisions, Montreal, 38(2000), 9, str. 649 - 662.
2. Bešter Janez: Prevzemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1996. 157 str.
3. Bešter Janez: Razvoj trga kapitala v Sloveniji: Prevzemi podjetij po privatizaciji. Ljubljana : Central & Eastern European Privatization Network, 1999. 101 str.
4. Bešter Janez: Prevzemi podjetij in njihovi motivi – empirična analiza na primeru Slovenije. Doktorska disertacija. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 283 str.
5. Brouthers K..D., van Hastenburg P. V., van den Ven J.: If Most Mergers Fail Why Are They so Popular. Long Range Planning, Oxford, 31(1998), 3, str. 347-353.
6. Hampton J. John: Financial Decision Making: Concepts, Problems and Cases. Englewood Cliffs (N.J.) : Prentice Hall International, 1989. 550 str.
7. Hrnčič Jasna: Determinante prevzemne premije. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. str. 46.
8. Jarrel Greg A., Brickley A. James, Netter M. Jeffrey: The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. Journal of Economic Perspectives, Nashville, 2(1988), 1, str 49-68.
9. Jensen C. Michael, Ruback J. Richard: The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. Journal of Financial Economics, Amsterdam, 11(1983), 1, str. 5-50.
10. Kraljič Peter: Koncentracija industrije se šele začinja. Finance, Ljubljana, 2002, 133, str. 19.
11. Kraljič Peter: Kapitalizem brez kapitalistov je izmišljotina. Manager, Ljubljana, 2002, 4, str. 17.
12. Levine N. Sumner: The Acquisition Manual. New York : New York Institute of Finance, 1989. 599 str.
13. Norburn David, Schoenberg Richard: European Cross-Border Acquisition: How Was It For You. Long Range Planning, Oxford, 24(1994), 4, str. 25-35.
14. Ross Stephen A., Westerfield Randolph W., Jaffe Jeffrey F.: Corporate Finance. Boston : Irwin, 1993. 912 str.
15. Samec Nataša: Spremembe Zpre s primerjalno pravnega vidika. Pravna praksa, Ljubljana, 21(2002), 32, str. 5-7.

16. Weston J. Fred, Siu A. Juan, Johnson A. Brian: Takeovers, Restructuring, and Corporate governance. Upper Saddle River (N.J.) : Prentice Hall, 2001. 689 str.
17. Žnidaršič Kranjc Alenka: Privatizacija ali zakonita kraja: Divja privatizacija, načrtovana kraja, neznanje ali slovenska nevoščljivost. Postojna : Dej, 1994. 198 str.

VIRI

1. Gradivo s seminarja ZDZU-GIZ, Maribor : Hotel Habakuk, 6. in 7. marec 2003.
2. Revidirano letno poročilo družbe Pulsar holding d.d. za poslovno leto 2002
3. Revidirano konsolidirano poročilo skupine Pulsar holding za poslovno leto 2002
4. Revidirano letno poročilo družbe Krona holding d.d. za poslovno leto 2002
5. Podatki Ljubljanske borze vrednostnih papirjev. [URL:<http://www.ljse.si>], 2002, 2003.
6. Podatki Združenja družb za upravljanje investicijskih skladov [URL:<http://www.giz-zdu.si>], 2002, 2003, 2004.
7. Sklep o ugotovitvi vrednosti premoženja, ki se preda PID-om za lastniške certifikate (Uradni list RS, št. 72/98)
8. Zakonodaja Republike Slovenije [URL: <http://www.dz-rs.si>], 2004.
9. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/93, 29/94, 82/94, 20/98, 84/98, 6/99 in 45/01).
10. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje - ZISDU (Uradni list RS, št. 6/94, 68/96).
11. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU A (Uradni list RS, št. 25/97).
12. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU B (Uradni list RS, št. 10/98).
13. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU C (Uradni list RS, št. 26/99).
14. Zakon o prevzemih (Uradni list RS, št. 47/97).
15. Zakon o trgu vrednostnih papirjev - ZTVP (Uradni list RS, št. 56/99).
16. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/92, 7/93, 31/93 in 43/93).
17. Zakon o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 50/99).
18. Zakon o zagotavljanju sredstev pooblaščenim investicijskim družbam zaradi zamenjave teh sredstev za zbrane lastniške certifikate (Uradni list RS, št. 59/96).
19. Zakon o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe (Uradni list RS, št. 30/98).

20. Zakon o spremembi zakona o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe (Uradni list RS, št. 12/99).