

UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE

JAN PINTERIČ

dr. Andrej Rus

**VPLIV PREVZEMOV NA RAZVOJ
TRGA KAPITALA V SLOVENIJI**

DIPLOMSKO DELO

LJUBLJANA, 2003

KAZALO

| | |
|--|----|
| KAZALO | 1 |
| UVOD | 3 |
| 1. TEORETSKI DEL O PREVZEMIH..... | 5 |
| 1.1. Zgodovina prevzemov | 5 |
| 1.2. Prevzemi v Evropi | 8 |
| 1.3. Prevzemi v Sloveniji | 8 |
| 1.3.1. Vpliv lastninskega preoblikovanja na prevzeme v Sloveniji | 8 |
| 2. VRSTE PREVZEMOV | 11 |
| 2.1. Vodoravna ali horizontalna združitvev | 11 |
| 2.2. Navpična ali vertikalna združitvev | 11 |
| 2.3. Konglomeratna združitvev | 11 |
| 2.4. Razlogi za kapitalske povezave podjetij..... | 12 |
| 2.4.1. Vidik trga kapitala | 12 |
| 2.4.2. Učinkovitost trga kapitala..... | 12 |
| 2.4.3. Teorija zastopanja | 13 |
| 3. DELITEV TRGA KAPITALA V SLOVENIJI | 16 |
| 3.1. Primarni trg kapitala | 16 |
| 3.2. Sekundarni trg kapitala | 17 |
| 3.3. Institucije trga kapitala v Sloveniji | 18 |
| 3.3.1. Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP) | 18 |
| 3.3.2. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev..... | 19 |
| 3.3.3. Centralna klirinško depotna družba | 19 |
| 3.3.4. Banke | 20 |
| 3.3.5. Družbe za upravljanje..... | 20 |
| 3.3.6. Investicijske družbe | 20 |
| 3.3.7. Vzajemni skladi..... | 20 |
| 3.3.8. Pooblašene investicijske družbe..... | 21 |
| 3.3.9. Borznoposredniške družbe | 21 |
| 4. KRONOLOGIJA DOGAJANJA NA NAŠEM TRGU KAPITALA | 22 |
| 5. PRAVNA REGULATIVA PREVZEMOV PODJETIJ V SLOVENIJI | 29 |
| 5.1. Določila za varovanje malih delničarjev | 30 |
| 5.2. Določila za discipliniranje uprav | 32 |

| | |
|--|----|
| 5.3. Določila za varovanje pred nezaželenim prevzemom | 32 |
| 5.4. Spremembe zakona o prevzemih | 33 |
| 5.5. Vloga regulatorja | 35 |
| 6. PREVZEMNE PRAKSE V SLOVENIJI | 36 |
| 6.1. Prevzem Leka | 36 |
| 6.1.1. Kratek pregled razmer v farmacevtski dejavnosti | 36 |
| 6.1.2. Postopek prevzema | 37 |
| 6.1.3. Kronologija prevzema Leka | 39 |
| 6.1.4. Vloga Ljubljanske borze vrednostnih papirjev | 39 |
| 6.1.5. Vloga države | 40 |
| 6.1.6. Vloga malih delničarjev | 40 |
| 6.1.7. Vloga regulatorja | 40 |
| 6.1.8. Posledice prevzema | 41 |
| 6.2. Pivovarska vojna | 43 |
| 6.2.1. Začetki povezovanj | 43 |
| 6.2.2. Začetek prevzemnih aktivnosti | 44 |
| 6.2.3. Vloga Ljubljanske borze vrednostnih papirjev | 46 |
| 6.2.4. Vloga države | 47 |
| 6.2.5. Vloga regulatorja trga kapitala | 47 |
| 6.2.6. Posledice prevzema | 47 |
| ZAKLJUČEK | 49 |
| VIRI | 54 |

UVOD

»Od borze bo ostal le še strežnik,« je na konferenci, ki jo je priredila organizacija študentske borze letos, izjavil direktor Ljubljanske borze dr. Draško Veselinovič, direktor BPH MedvešekPušnik¹ Bogdan Pušnik pa je dodal, da si lastniki lahko obetajo dober donos, saj bo poleg strežnika ostal še zmogljiv optični kabel. Takšne in podobne misli so me pritegnile k izdelavi tega diplomskega dela, kjer skušam ugotoviti, ali je usoda našega trga kapitala res taka kot opozarjajo nekateri udeleženci slovenskega trga kapitala.

Specifični način privatizacije je vsem Slovencem čez noč omogočil, da postanejo delničarji. To je na nek način zapisalo tudi kronologijo dogodkov na našem trgu kapitala. Specifika take privatizacije je povzročila nastanek velikega števila dezinvestitorjev² ter močno razpršenost lastništva. Zaradi tega je bila za slovenske delniške družbe značilna neaktivna vloga lastnikov in razpršena lastniška struktura, kar vodi v spremembe lastništva.

Zaradi podkapitalizacije domačih investitorjev so večinske deleže največjih slovenski podjetij začeli kupovati tuji vlagatelji. Ti so za prevzeme slovenskih podjetij ponudili prevzemne premije, kar je delničarje prepričalo v prodajo svojih naložb, povzročilo skok delnic ciljnega podjetja, poleg tega so zaradi plitkosti našega kapitalskega trga zrastle tudi vse ostale delnice. Ker so tuji vlagatelji večinoma postali lastniki velike večine delnic ciljnega podjetja so delnice s sklepom skupščine kasneje umaknili iz borzne kotacije. Posledica je bila, da se število delnic na Ljubljanski borzi vsako leto zmanjša, poleg tega pa tudi zanimanja domačih podjetij za kotacijo na borzi ni. Od začetka leta 2003 je ljubljansko borzo zapustilo že deset podjetij. Ljubljanska borza si sicer prizadeva, da bi ta proces ustavili, vendar jim to zaenkrat ne uspeva. Stroški kotacije na borzi so visoki, poleg tega mnogi podjetniki zaradi slabe likvidnosti ne želijo, da bi njihova družba postala javna, saj si s tem naložijo le dodatne obveznosti obveščanja.

¹ BPH MedvešekPušnik je največja lastnica Ljubljanske borze vrednostnih papirjev d.d.

² Dezinvestitorji je oznaka, ki so jo uporabljali na NLB za certifikatske delničarje, ki so svoje naložbe prodali (ponavadi za nakup avtomobila) in kasneje niso več vlagali.

Hipoteze mojega diplomskega dela so: (1) Hiter razvoj našega trga kapitala je povzročil specifičen način privatizacije. (2) Zaradi prevzemov, ki še sledijo, bodo za naš trg kapitala značilna kratkoročna velika nihanja delniških tečajev in dolgoročna rast. (3) Prevzemi podjetij bodo dolgoročno ogrozili obstoj našega trga kapitala, ki nima jasne prihodnosti.

Pri dokazovanju prve hipoteze se bom opiral predvsem na kronologijo dogodkov na našem trgu kapitala, ki je natančneje opisana, drugo hipotezo bom dokazal s pomočjo teoretskega dela o prevzemih, tretjo hipotezo pa bom dokazoval s pomočjo preverjanja dosedanje prakse prevzemnikov.

Diplomsko delo je razdeljeno na štiri poglavja. V prvem poglavju bom opisal teoretski okvir korporacijskih prevzemov in združitvev. Drug del diplomskega dela predstavlja opis trga kapitala v Sloveniji, v tretjem opisujem pravno regulativo, ki postavlja institucionalni okvir za delovanje trga kapitala v Sloveniji, v zadnjem pa so opisane še prevzemne prakse v Sloveniji, kjer sem se natančneje oprl na dva najodmevnejša prevzema v zadnjem času, prevzem Pivovarne Union in Leka.

1. TEORETSKI DEL O PREVZEMIH

1.1. Zgodovina prevzemov

Korporacijski prevzemi so se začeli v Združenih državah Amerike, v Evropi pa so nastopili kasneje. V Sloveniji smo prevzemom in združevanjem podjetij priča šele od začetka devetdesetih let, saj je naš trg kapitala šele takrat začel delovati. Skupno vsem prevzemom je, da nastopajo v valovih. Najpogosteje nastopajo v času gospodarske rasti, v času zatona pa je prevzemna aktivnost med podjetji praviloma manjša³.

Prvi val prevzemov je v ZDA nastopil konec 19. stoletja. Začel se je leta 1897 in trajal vse do recesije, ki je nastopila slabih osem let kasneje. V tem času je bila najbolj intenzivna konsolidacija med železarsko, prehrambeno, naftno, kemijsko, transportno, mehanično in premogovniško industrijo. Značilna so bila povezovanja v monopole. V prvem valu prevzemov v ZDA so tako nastala velika podjetja, kot denimo Standar Oil, ki je bil ob prelomu stoletja vreden 600 milijonov tedanjih ameriških dolarjev, General Electric, Eastman Kodak, American Tobacco, US Steel in nekatera ostala velika ameriška podjetja. V Sloveniji monopolov, ki bi nastali zaradi prevzemov ali združevanj po vstopu Slovenije v EU ne bo. Vprašanje monopola se je zastavilo, ko je Pivovarna Laško prevzemala Pivovarno Union, vendar se bo tudi to vprašanje razblinilo ob vstopu Slovenije v Evropsko unijo, ko bodo nekoč domači velikani postali majhni igralci na skupnem evropskem trgu.

Drugi val prevzemov v ZDA se je začel leta 1916 in končal z velikim borznim zlomom ter gospodarsko krizo leta 1929. Če so bila za prvi val značilna monopolna združevanja, so v drugem valu združitve in prevzemov nastajali predvsem oligopoli. Za drugi val so bile značilne vertikalne združitve, poleg tega je država začrtala bistveno strožjo protimonopolno politiko kot v prvem. Tudi v Sloveniji Urad za varstvo konkurence proučuje združitve, ki bi prevzemniku skupaj s prevzetim podjetjem prinesli monopolni položaj na trgu.

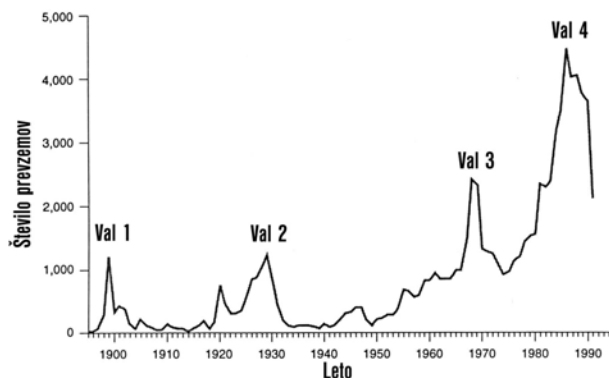
³ To poglavje črpa iz (Gaughan: 1996)

Tretji val prevzemov v ZDA se je začel leta 1965 in končal štiri leta kasneje. Za to obdobje so bila značilna predvsem konglomeratna združenja. Eden takih primerov je bil denimo General Motors, ki je prevzel računalniško podjetje Electronic Data Systems in izdelovalca letal, Huges Aircraft. Veliko teh prevzemov se je kasneje izkazalo kot neučinkovitih, saj so bili kasnejši poslovni rezultati združenih podjetij slabši kot so sprva pričakovali prevzemniki. Kar 60 % podjetij, ki so se združevali med leti 1970 in 1982 je do leta 1989 že razpadlo. Tudi v Sloveniji so rezultati konglomeratov slabi. Sava, Istrabenz in nekateri drugi novo nastali finančni holdingi v zadnjih letih niso izkazali posebej dobrih poslovnih rezultatov, kljub temu, da so vlagali v panoge, ki naj bi jim omogočile hitrejšo rast prihodkov. V Savi so leta 2002 prodajo povečali za 2%, kar naj bi bilo po mnenju predsednika uprave dobro (glej Šmuc, 2003:26) . Če bi denar naložili v banko, bi iztržili več, pa še stopnja tveganja je nižja, zato je zahtevana stopnja donosa nižja. Do leta 2007 napovedujejo 7% rast, vendar so v prvem četrtletju leta 2003 zaostajali za rezultati, kar je bila predvsem posledica slabega poslovanja v družbah Color, Teol in MG market.

Četrty val prevzemov je nastopil leta 1981 in trajal vse do 1989. Značilnost tega obdobja je bilo veliko število sovražnih prevzemov. Podjetja so kupovala oziroma prevzemala druga podjetja, da bi iz njih v čim krajšem času »izsesala« čim več denarnega toka, kar je za prevzeto podjetje največkrat uničujoče. V tem valu so se kot posredniki in svetovalci začeli pojavljati tudi investicijski bankirji, ki so svetovali o prevzemih, in sicer bodisi kako jih izpeljati bodisi kako se jih varovati. Sovražnih prevzemov se je bala tudi slovenska javnost, predvsem nekateri ekonomisti, ki so prihod tujcev v naša podjetja opisovali kot prihod sovražnega prevzemnika. Največkrat so mediji kot potencialno tarčo za sovražni prevzem omenjali Gorenje. Gorenje posluje v zahtevni in zreli panogi proizvodnje gospodinjskih aparatov in potencialni prevzemnik bi z zaprtjem tovarne lahko izločil tekmeca. Kljub temu je to draga izločitev, poleg tega pa ni rečeno, da bo tržni delež, ki ga ima denimo Gorenje na nemškem trgu (V EU ima Gorenje 5% tržni delež, Na Danskem 10 %), v celoti prevzel prevzemnik, saj je konkurenca izredno močna, za proizvodnjo bele tehnike pa je v zadnjih letih značilen velik presežek kapacitet. V panogi, kjer je velik poudarek na cenovni politiki, bi večji tekmeci manjše lažje izčrpali z znižanjem cen.

Po okrevanju ekonomije leta 1991 se je v ZDA začel nov val prevzemov, ki so bolj kot na hitrih zasluških sloneli na strategiji in pravičnosti. V Sloveniji smo bili prav zaradi strahu pred sovražnimi prevzemi vedno zadržani do tujih vlagateljev. Prevzemi Leka, Save, SKB banke in ostalih pa zaenkrat dokazujejo, da je bil pretiran strah najverjetneje odveč.

Graf 1: Prevzemni valovi v ZDA od 1895 do 1990.



Vir: Povzeto po Stearns, Allan 1996: 700

Kateri so glavni razlogi, da so prevzemi nastopali v valovih? Malo ekonomistov je proučevalo kakšno okolje je najbolj primerno za prevzeme. Najosnovnejša ugotovitev je, da se število prevzemov poveča ob spremembah gospodarsko političnih pogojev. Čeprav imajo vsi udeleženci trga kapitala enake možnosti za prevzeme, jih začnejo t.i. izzivalci. Gre za igralce, ki niso neposredno vpleteni v javno gospodarsko politično dogajanje. Člani, ki so nasprotna skupina, nimajo prevelikega interesa, da bi pognali kolo prevzemov, saj so preveč vpeti v dogajanje in veliko pozornost posvečajo ugledu. Izzivalci raje eksperimentirajo, ker ne izgubijo veliko, tudi če ostanejo brez ugleda. In zakaj so potrebne ugodne gospodarsko politične razmere? Ker izzivalci potrebujejo šibko protikartelno zakonodajo in ugodne načine financiranja. Do prevzemnega vala pride, ko začnejo člani in druga podjetja posnemati inovatorje. A to posnemanje utegne imeti tudi negativne posledice, saj nastopi zaradi uspeha inovatorjev in ne zato, ker bi sistem učinkovit tudi za njih (Stearns, Allan, 1996: 699).

Praksa kaže, da se učinkovitost podjetij po prevzemu pogosto zmanjša, saj se podjetja osredotočajo na stroškovne sinergije, poskus poprevzemne rasti pa jim pogosto spodleti. Raziskava Suthern Methodist University (SMU), ki je zajemala 193

prevzemov od leta 1990 do 1997 je pokazala, da so učinki zelo različni. V industrijski panogi denimo je le 36% podjetij v prvem četrtletju uspelo zadržati rast prihodkov, v tretjem pa se je le 11% odstotkom podjetij uspelo izmakniti padcu. Povprečen zaostanek je znašal 12 % (povzeto po Bekier, 2001).

1.2. Prevzemi v Evropi

Evropa pri razvoju trga kapitala za ZDA zaostaja in tudi prevzemi podjetij so se začeli kasneje. Prvi val prevzemov na stari celini se je začel v Veliki Britaniji slabih trideset let kasneje kot v ZDA, in sicer sredi dvajsetih let prejšnjega stoletja. Drugi val je nastopil sredi šestdesetih let, tretji pa v osemdesetih letih prejšnjega stoletja. Še manj so bila prevzemno aktivna podjetja v kontinentalni Evropi, kjer je tradicija borznitva bistveno manj razvita kot v ZDA in Veliki Britaniji.

1.3. Prevzemi v Sloveniji

V Sloveniji so se prevzemi začeli takoj po vzpostavitvi trga kapitala. Zaradi kratkega obdobja obstoja našega trga kapitala pa o valovih še ne moremo govoriti, čeprav je z leti opaziti močnejšo intenziteto prevzemov. Še posebej se je vrednost prevzemov zvišala, ko so naša podjetja iz kotacije začeli prevzemati tujci, piko na i pa je dodal doslej največji prevzem pri nas, lanskoletni prevzem Leka, ki je pomembno vplival na dogajanje na trgu kapitala pri nas.

1.3.1. Vpliv lastninskega preoblikovanja na prevzeme v Sloveniji

V začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja so vsi Slovenci postali certifikatski delničarji. To je povzročilo tudi specifičen razvoj našega trga kapitala. Nastale so prve delniške družbe, ki pa so imele zelo razpršeno lastniško strukturo in neaktivno lastniško funkcijo. To je bila priložnost za finančne investitorje in uprave, ki so hoteli prevzeti kapitalsko prevlado v teh družbah. Predvsem v nejavnih delniških družbah se je množično dogajalo, da so uprave odkupovale podjetja netransparentno. Za delniške družbe, katerih delnice so kotirale na borzi, so bili postopki nekoliko drugačni, zato tudi ni prihajalo do menedžerskih odkupov. Kljub temu pa je prihajalo do prevzemov. Nastanek dezinvestitorjev, kot so jih poimenovali v NLB je vlagateljem

omogočil sorazmerno lahek dostop do delnic. Ponudbe je bilo veliko, povpraševanja malo, zato so bile predvsem v zgodnjih letih obstoja trga kapitala v Sloveniji cene delnic na borzi nizke, še slabše pa je bilo z delnicami podjetij, ki niso kotirale na borzi (po novem zakonu o prevzemu bo oceno vrednosti delnic za nejavne družbe podal cenilec, potrditi pa jih bo moral revizor, kar naj bi bil ekvivalent za tržno ceno delnic na borzi). Ker so bili domači investitorji kapitalsko prešibki, so prevzeme večjih podjetij iz borzne kotacije opravljali tuji vlagatelji. Za neorganiziran trg pa je bilo značilnih veliko prevzemov (MBO), ki so zaradi nejasne in nepopolne zakonodaje potekali netransparentno. Praksa iz nekaterih drugih držav kaže, da se prevzemna aktivnost po vstopu države v Evropsko unijo poveča, kar lahko pričakujemo tudi v Sloveniji. Večinoma bodo podjetja verjetno prevzemali tuji investitorji, ki so po sedanji praksi zakone upoštevali in izvajali transparentnejše prevzeme. Malo manj bo verjetno menedžerskih odkupov. Zaradi visokih cen delnic je malo uprav podjetij, ki bi lahko izvedle MBO, uprave v Sloveniji pa običajno nočejo sodelovati z različnimi finančnimi institucijami, kot so skladi za financiranje MBO, ki zahtevajo del donosa. Na sivem trgu se je večina menedžerskih odkupov že zgodila, zato večjih sprememb ni pričakovati, predvsem zaradi novega zakona, ki prepoveduje kakršno koli kapitalsko pomoč prevzemniku pri nakupu delnic ciljnega podjetja. Glede na podatke Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP) bi lahko rekli, da se prevzemni val v Sloveniji začel leta 1999. Najbolj je k temu verjetno botrovalo ugodno okolje, saj je Slovenija ukinila skrbniške račune, ki so omejevali tuje investicije. Če skušamo napovedovati, lahko rečemo, da se je prvi prevzemni val v Sloveniji končal leta 2003, saj lahko zaradi prihajajočih volitev in recesije v svetovnem gospodarstvu v letošnjem in prihodnjem letu pričakujemo umiritev. Po mojem mnenju bo drugi val nastopil leta 2004, saj lahko pričakujemo oživitev gospodarskega stanja v Evropi, vstop Slovenije v Evropsko unijo ter potrebe obeh paradržavnih skladov po likvidnosti, kar bo povzročilo prodajo nekaterih njunih naložb.

Tabela 1: Prezvemi v letih 1997-2001 (v mio SIT)

| Leto | Uspešni prevzemi | | Neuspešni prevzemi | |
|------|-------------------|--------------------------|--------------------|--------------------------|
| | Število prevzemov | Tržna vrednost prevzemov | Število prevzemov | Tržna vrednost prevzemov |
| 1997 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1998 | 0 | 0 | 2 | 6.157 |
| 1999 | 8 | 13.928 | 1 | 3.483 |
| 2000 | 10 | 31.573 | 0 | 0 |
| 2001 | 14 | 119.951 | 0 | 0 |

Vir: Letno poročilo ATVP, 2001

2. VRSTE PREVZEMOV

2.1. Vodoravna ali horizontalna združitev

O vodoravni združitvi govorimo, ko se združujeta dve podjetji iz iste panoge, ki si sicer na trgu konkurirata. Do takih priključitev prihaja, ker se na ta način poveča moč prevzemnika, doseže pa se ekonomija obsega v proizvodnji in distribuciji (glej Lahovnik, 2000). Tudi pri nas je bilo veliko takih prevzemov. O vodoravni združitvi lahko govorimo v primeru pivovarske vojne. Pri takih prevzemih velikokrat prihaja tudi do težav zaradi monopola na trgu, zato države take združitve regulirajo s protimonopolno zakonodajo, kar je storila tudi Slovenija, saj je Urad za varstvo konkurence dolgo preučeval vplive na trgu ob morebitni združitvi Pivovarne Laško in Pivovarne Union.

2.2. Navpična ali vertikalna združitev

Pri tej obliki prevzemanja gre za prevzem podjetja, ki je s prevzemnikom že prej v medsebojnem odnosu. Podjetje v tem primeru prevzame bodisi svojega kupca, ali enega izmed svojih dobaviteljev (glej Lahovnik, 2000). Namen takega nakupa je izboljšanje nakupnih pogojev ali dostop do novih distribucijskih kanalov. V Sloveniji je to taktiko že uporabljal denimo Mercator, ki je prevzel nekatere svoje dobavitelje (Mesnine dežele Kranjske, Eta, Pekarna Grosuplje) in si na ta način zagotovil ugodnejše dobavne pogoje in lastne blagovne znamke nekaterih izdelkov, ki jih prej ni izdeloval. Podoben primer je bil Lek, ki ima delež v Kemofarmaciji, in bi si s prevzemom kontrolnega deleža lahko še utrdil položaj v distribucijski verigi v Sloveniji. V zadnjih dvajsetih letih pa so primeri vertikalnih združitev redki.

2.3. Konglomeratna združitev

Pri konglomeratnih prevzemih gre za združitve podjetij iz nepovezanih panog. Prevzemnik in tarča nimata skupnih trgov ter tehnoloških ali proizvodnih povezav.

Podjetja na ta način zmanjšujejo tveganja zaradi morebitnega slabega poslovanja iz osnovne dejavnosti in svoje dobičke reinvestirajo v nove panoge, ki imajo po njihovem mnenju možnost za dobre donose (glej Lahovnik 2001). V Sloveniji so s takimi povezavami nastali nekateri novi finančni holdingi, kot denimo kranjska Sava, ki se je odmaknila od svoje osnovne dejavnosti in se od gumarske preusmerila še v turistično in kemijsko. Podoben primer je denimo tudi Istrabenz in nekatera druga podjetja.

2.4. Razlogi za kapitalske povezave podjetij

Pri razlaganju prevzemnih značilnosti obstaja več teorij: vidik trga kapitala, hipoteza učinkovitosti trga kapitala, teorija zastopanja, hipoteza presežnih denarnih tokov.

2.4.1. Vidik trga kapitala

Ekonomisti poudarjajo, da bi morali odločitve za priključitve podjetij sprejemati na podlagi tega, ali povečujejo vrednost lastniškega kapitala. Podjetje je v tem pogledu le premoženje, ki se mu po prevzemu ustvari vrednost le, če se poveča sedanja vrednost prihodnjih denarnih tokov oziroma zmanjša njihova variabilnost. Ta vidik zanemarija družbeno socialni vidik, ki opredeljuje družbeno blaginjo, motivacijo posameznikov za delo v podjetju, ter odnos med lastniki in upravo (glej Lahovnik, 2000).

2.4.2. Učinkovitost trga kapitala

Hipoteza učinkovitosti trga kapitala predpostavlja, da je tržna vrednost delnic nekega podjetja odraz vseh javno dosegljivih informacij glede prihodnjih denarnih tokov in z njim povezanih tveganj. Teorija predpostavlja, da je prevzem uspešen, če se poveča tržna vrednost prevzetega podjetja, v nasprotnem primeru pa prevzem ni uspešen (glej Lahovnik, 2000). Sicer pa imajo od prevzema največ koristi delničarji ciljnega podjetja, saj cena delnic zaradi prevzemne premije, ki jo plača kupec (prevzemna premija ponavadi vključuje moč blagovne znamke, prihodnje denarne tokove...), ob prevzemu pogosto zraste prek tržne.

Največja pomanjkljivost modela učinkovitosti trga kapitala je, da ne vključuje delničarjev, ki si želijo predvsem povečati vrednost svojih naložb. V Mercatorju denimo, je s strani delničarjev prišlo do negodovanja, saj se podjetje izredno hitro širi, zato je zadolženo, kar pomeni, da ostaja manj prostega denarnega toka za delničarje. Delničarji so zato nadaljnji širitvi začeli nasprotovati, saj so želeli začeti črpati denarne tokove, ki jih ustvarja podjetje, poleg tega pa je padlo zaupanje do hitre širitve na južnih trgih. Vprašanje pa je, ali je to pametno. Tuji prevzemnik, ki bi vstopil v lastniško strukturo Mercatorja, bi to verjetno storil le zaradi trgovske mreže. Zato bi bilo za delničarje dolgoročno celo bolje, če bi podpirali širitev, saj bi bila prevzemna premija verjetno višja, potencialnih prevzemnikov pa več.

2.4.3. Teorija zastopanja

Teorija zastopanja predpostavlja, da med upravami družb in lastniki prihaja do neskladja interesov, ki izhajajo iz lastniškega vidika. Do trenj prihaja še posebej če poslovodstvo podjetja ni lastnik pomembnejšega deleža delnic v podjetju, ki ga upravlja. Uprave v takih trenutkih pogosto delujejo v nasprotju z interesi lastnikov, kar pa je za uprave dolgoročno lahko zelo slabo. Nedavna raziskava poslovne šole Harvard je pokazala, da so podjetja, ki so bolj dovzetna za delničarje, v povprečju dosegla za 8,5% višje donose, kot tista, ki so jih vodili diktatorji (Koražija 2003: 58).

In kateri so mehanizmi za nadzor menedžmenta?⁴

Prvi mehanizem je trg menedžerskih talentov. Ta zagotavlja, da so menedžerji na trgu plačani in iskani v skladu z njihovim talentom. A tudi tu lahko nastane težava. Ugled menedžerjev raste tudi s širitvijo podjetja in ustvarjanjem t.i. imperija. Večje kot je podjetje, večji ugled uživajo vodilni, poleg tega pa jim vodenje velikega podjetja ponavadi prinese tudi višje bonitete. Se zato pri nas zadnja leta ustvarjajo veliki konglomerati, čeprav širitev včasih ni smiselna in je delničarji ne podpirajo? Poglejmo kranjsko Savo. Rezultat njihovih akvizicij je za delničarje verjetno slab. Predsednik uprave poslovne skupine Sava Janez Bohorič je v intervjuju za revijo Menedžer leta 2003 dejal, da je 3% realna donosnost, ki naj bi jo dosegli, dobra. Leta 2007 pa naj

⁴ Poglavlje 2.4.3. črpa iz (Rus, 2003)

bi beležili 10% donosnost (Šmuc 2003: 26). Če bi uprava Save denar vložila v banko, bi tega leta dobili malo manj. Če bi ga vložili v delnice, bi morali glede na povprečje dobiti prav toliko, tisti, ki pa vlagajo v sklade tveganega kapitala, običajno pričakujejo približno 30% letni donos. Ali pri Savi pri naložbah niso upoštevali oportunitetnih stroškov lastnih virov? 3% donosnost postane še manj sprejemljiva, če prištejemo interno stopnjo tveganja, ki je lahko pri takih naložbah kar visoka in zahteva višjo donosnost. Slabe donose pa imajo tudi nekatera ugledna evropska podjetja. Švicarski Novartis je v prvem četrtletju tega leta svoj dobiček povečal le za 2%.

Drugi inštrument za nadzor menedžmenta je trg vrednostnih papirjev. »Na njem se množica podjetniških informacij destilira v informacijo, ki je razumljiva vsakemu delničarju: cena delnice (Rus, 2003: 10).« Nizka cena delnic na borzi in posledično nezadovoljstvo delničarjev lahko pripelje tudi do menjave vodstva podjetja. V Sloveniji je malo nadzornih svetov, ki so pokazali, da so nezadovoljni z upravo in so jo želeli zamenjati. To vlogo je prevzel nadzorni svet Živil iz Kranja, ki je upravi zaradi slabih rezultatov zagrozil s prodajo deležev, a zaradi nezanimanja vlagateljev za to naložbo tega zaenkrat še ni izpeljal.

Nevarnost prevzema je zato dober vzvod za discipliniranje uprav. Pri nas teh težav lastniki še ne izpostavljajo, saj je lastništvo še vedno razpršeno in zato dokaj pasivno. Uprave zato pogosto delujejo po svoji volji in v svojo korist, pozabljajo pa na koristi lastnikov kapitala. Zastopniki lastnikov pa v nadzornih svetih največkrat delujejo v interesu uprav. Tudi tradicionalno razmerje moči med upravami in nadzornimi sveti se počasi maje. Po novem Zakonu o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD) so se pristojnosti nadzornih svetov povečale, avtonomija menedžerjev pa se nekoliko zmanjšuje. Težava pa ni le v zakonodaji, temveč tudi v miselnosti članov nadzornih svetov. V Sloveniji svojo funkcijo še vedno razumejo kot častno in ne kot odgovornost, čeprav za odločitve odgovarjajo z vsem svojim premoženjem (Koražija, 2003: 61).

Tretji sistem nadzora nad upravami pa je trg prevzemov. Če podjetje slabo posluje, je to slab znak za delničarje, kar se odraža na nizki ceni delnic. To pa je zanimiv znak za tiste, ki iščejo dobra podjetja, ki so slabo poslovodena. »Trg prevzemov je trg mrhovinarjev, kjer kraljujejo mrhovinarji, ki ne prežijo na slaba podjetja, temveč na

slab menedžment, zato ni čudno, da se jastrebov bojijo predvsem direktorji in ne lastniki (Rus, 2003: 10).« Kljub temu delničarji pogosto nimajo dovolj manevrskega prostora. V preteklosti so bili pogosto preveč razdrobljeni, zato niso imeli zadostnega vpliva na uprave. Če je kapitalski trg učinkovit, lahko izstopijo in svoje naložbe preselijo kam drugam. Kaj pa, če so preveliki in svojih deležev ne morejo prodati? Značilen primer so pokojninski skladi, ki zaradi velike količine denarja v določenem podjetju težko izstopijo in naložbe preselijo v drugo podjetje. Zato so se leta 1985 pokojninski skladi v ZDA združili in ustanovili Svet institucionalnih vlagateljev, ki je združeval 60 pokojninskih skladov, ki so skupaj upravljali s 600 milijardami dolarjev premoženja. Osnovne naloge združenja so: skrb za redno posredovanje informacij med člani, pospeševanje reform in uveljavljanje kodeksov upravljanja s podjetji. V osemdesetih letih prejšnjega stoletja se je pojavilo še nekaj podobnih združenj, ki so prekinila dosedanje nemoč delničarjev zaradi razdeljenosti. Boj za neposredni nadzor je bil nadomeščen z bojem za indirektni vpliv skozi spremembo vladanja podjetjem in razširitvijo delničarskih pravic (glej Useem, 1993).

Kritiki teorije zastopanja opozarjajo, da je nepopolna, saj se osredotoča predvsem na sporazume med lastniki in upravami, ki naj bi lastnikom zagotavljali največjo učinkovitost uprav. Teorija zastopanja namreč ne upošteva, da se posamezniki v različnih situacijah obnašajo različno (Wright, Mukherji, Kroll, 2001: 414).

3. DELITEV TRGA KAPITALA V SLOVENIJI

Trg kapitala v Sloveniji se deli na štiri dele.

- primarni trg
- sekundarni trg
- terciarni trg
- kvartarni trg institucionalnih investitorjev

3.1. Primarni trg kapitala

Na primarnem trgu vrednostnih papirjev se trguje z novimi izdajami vrednostnih papirjev. Gre za novo izdane vrednostne papirje, ki jih izdajatelji prvič prodajo na trgu, zato take prodaje imenujemo primarna izdaja vrednostnih papirjev.

Kljub navideznim naporom Ljubljanske borze je naš primarni trg kapitala še vedno nedejaven, saj se domača podjetja praktično ne zadolžujejo z izdajanjem vrednostnih papirjev (v zadnjem času je bilo sicer nekaj dokapitalizacij BTC, Pivovarna Laško, Terme Čatež...), temveč to počno predvsem poslovne banke, kjer podjetja najemajo posojila.

Do leta 1991 je bil primarni trg kapitala zelo nejasno opredeljen. Država ni zahtevala javne ponudbe za prvo izdajo delnic, je pa zahtevala dovoljenje za vse ostale izdaje vrednostnih papirjev. Zanimivo je, da je pridobljene podatke o izdajateljih in vrednostnih papirjih skrbno skrivala, namesto, da bi jih javno razkrila. Leta 1991, ko so formalno začele delovati tudi institucije trga kapitala, pa se je prvič pojavila misel, da je treba zakonodajo in delovanje trga prilagoditi malim delničarjem oziroma njihovi boljši obveščenosti in zaščiti. Podatki o vrednostnih papirjih in izdajateljih so postali javni. Pomemben premik v tej smeri sta povzročila leta 1993 sprejeta Zakon o trgu vrednostnih papirjev in Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, kot nadzorni organ trga kapitala pa je bila ustanovljena ATVP. Primarni trg v Sloveniji se vse do danes ni razvil v aktivni instrument zadolževanja podjetij z izdajami novih vrednostnih papirjev.

Slovenska podjetja, ki niso pretirano zadolžena, še vedno najemajo posojila pri bankah, saj lahko obresti prikažejo kot davčno priznan odhodek. Druga slabost pridobivanja sredstev z izdajanjem delnic pa je ta, da se s povečanjem kapitala zmanjša donosnost podjetja. Če se denimo osnovni kapital podjetja iz 100 enot zviša na 110 enot, to pomeni, da bi morali za enako donosnost na kapital ustvariti 10% več prihodkov.

3.2. Sekundarni trg kapitala

Na sekundarnem trgu se trguje z že izdanimi vrednostnimi papirji na borzi oziroma organiziranem delu sekundarnega trga vrednostnih papirjev, kjer nakupe in prodaje opravljajo borzni posredniki, in na neorganiziranih trgih, kjer se trguje predvsem z delnicami podjetij, ki ne zadovoljujejo kriterijev, ki so potrebni za uvrstitev v borzno kotacijo⁵.

Ljubljanska borza vrednostnih papirjev je bila kot osrednja institucija sekundarnega trga kapitala ponovno⁶ ustanovljena leta 1989. Na organiziranem trgu kotirajo vrednostni papirji slovenskih podjetij razdeljenih v dve kotaciji⁷ - borzno kotacijo in prosti trg, poleg tega pa obstaja še trg delnic pooblaščenih investicijskih družb. Ljubljanska borza se je po ureditvi notranje organizacije zgledovala po zuriški borzi vrednostnih papirjev, ki je po ureditvi notranje organizacije trgovanja z vrednostnimi papirji v obliki javnega izklicevanja oziroma avkcij najbolj ustrezala začetkom borznega poslovanja pri nas (Čas, Jamnik, 2000:15). Podoben sistem imajo tudi nekatere druge borze po Evropi, ki prav tako poznajo več kotacij. Londonska borza ima denimo tri trge (glavni trg, trg delnic hitro rastočih in novoustanovljenih podjetij ter trg delnic podjetij, ki se ukvarjajo s proizvodnjo ali razvojem novih tehnologij), dunajska borza ima prav tako tri trge, frankfurtska celo pet (glej Čas, Jamnik, 2000).

⁵ Za sprejem v borzno kotacijo mora podjetje poslovati vsaj tri leta, imeti mora vsaj 1.000 milijonov tolarjev osnovnega kapitala, razpršenost kapitala pa mora biti vsaj 25%, Za kotiranje na prostem trgu, pa mora podjetje obstajati vsaj dve leti, imeti mora 500 milijonov tolarjev kapitala, poleg tega mora imeti vsaj 10 % razpršenega lastništva (www.ljse.si).

⁶ Ljubljanska borza za blago in vrednote je delovala že med leti 1924 in 1945. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, d.d., Ljubljana nima z njo nobene povezave, pri ustanovitvi, pa so se zgledovali predvsem po zuriški borzi vrednostnih papirjev, ki je po načinu organizacije trgovanja z vrednostnimi papirji v obliki javnega izklicevanja, oziroma avkcij (open-outcry, a-la-criee) nekako najbolj ustrezala začetkom organizacije borznega poslovanja pri nas (Čas, Jamnik, 2000: 15)

⁷ Ta delitev je stopila v veljavo 1.1. 2001.

Na terciarnem trgu se trguje z vrednostnimi papirji, ki sicer ne kotirajo na borzi. Udeleženci takega trga so predvsem institucionalni vlagatelji, včasih pa tudi posamezniki, ki iščejo alternative naložbam na borzi, ki bi jim prinesle višji zaslužek. Gre za delnice zaprtih delniških družb, ki tudi v Sloveniji ne kotirajo na borzi. Primer so denimo delnice SCT, Elan, Telekom Slovenije, Iskra Emeco, Nova Ljubljanska banka in ostali.

Kvartarni trg je trg institucionalnih vlagateljev, ki prodajajo in kupujejo večje količine vrednostnih papirjev brez finančnih posrednikov. Cena vrednostnih papirjev se določa s pogajanjem. Cena posla je običajno ugodnejša za obe pogajalski strani, izvedba transakcije pa hitrejša. Pri nas se taki posli sklepajo tudi kot svežnji in prav na račun takih poslov je slišati veliko očitkov, saj s posli, ki jih sklepajo mimo organiziranega trgovanja udeleženci povzročajo še večjo nelikvidnost sekundarnega trga kapitala.

3.3. Institucije trga kapitala v Sloveniji

3.3.1. Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP)

ATVP je glavni nadzorni organ trga kapitala pri nas. Zadolžena je za nadzor nad izvajanjem javne ponudbe vrednostnih papirjev na primarnem trgu, za nadzor nad poslovanjem pooblaščenih udeležencev trga vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu, nadzoruje pa tudi področje morebitnega trgovanja na podlagi notranjih informacij. Nadzor izvaja na terenu, vpisnih mestih v primeru javnih ponudb vrednostnih papirjev, ki imajo dovoljenje ATVP za poslovanje. O opravljanju svojih dolžnosti mora poročati Državnemu zboru Republike Slovenije. Agencija poleg tega izdaja dovoljenja borznim posrednikom za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji, članom uprav družb za upravljanje za opravljanje poslov člana uprave družbe za upravljanje, priprav podzakonskih aktov ATVP, ki pomenijo pravno podlago za izvajanje nadzora, ter registrov in drugih podatkov s področja trga kapitala, ki so dostopni javnosti in dajanje soglasja k aktom Ljubljanske borze vrednostnih papirjev in KDD (glej Mramor, 2000).

Nadzor nad ATVP opravljata računsko sodišče in Državni zbor republike Slovenije. Prvi bdi nad zakonito, gospodarno in učinkovito rabo sredstev, drugi pa opravlja nadzor nad samim poslovanjem ATVP.

ATVP je v preteklosti svoje delo opravljala bolj ali manj medlo, saj so denimo v vseh letih svojega obstoja zoper insajderstvo podali le dve kazenski ovadbi. Odkar je vršilec dolžnosti direktorja postal dr.Neven Borak, se je vloga ATVP pri preganjanju insajderstva vsaj navidezno okrepila. Tako so samo v primeru prevzema Leka, ki se je zdel transparenten, zaznali približno 200 transakcij, ki napeljujejo na sum zlorabe notranjih informacij. Te so kasneje zožili na 40 oseb, ki so jih povabili na razgovor (Krajnc 2003:30). Kljub temu je agencija že skoraj eno leto po prihodu Nevena Boraka ni uspela zaključiti še niti enega primera.

3.3.2. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev

Ljubljanska borza vrednostnih papirjev je organizirana kot delniška družba. Ustanovljena je bila leta 1989, za zagotavljanje pogojev, ki so potrebni za povezovanje ponudbe in povpraševanja po vrednostnih papirjih in za trgovanje z drugimi finančnimi instrumenti oziroma za organizirano in pregledno poslovanje z vrednostnimi papirji in drugimi finančnimi instrumenti, določenimi v Zakonu o trgu vrednostnih papirjev in drugih predpisih. Njeni delničarji so banke in borzoposredniške hiše. Član borze lahko postane borzoposredniška družba ali banka, ki pridobi dovoljenje ATVP oziroma Banke Slovenije.

3.3.3. Centralna klirinško depotna družba

Podobno kot Ljubljanska borza je tudi Centralna klirinško depotna družba (v nadaljevanju KDD), ki je bila ustanovljena 1995, organizirana kot delniška družba. Njene lastnice so Republika Slovenija, Banka Slovenije, poleg njiju pa še ostale družbe: borzoposredniške družbe, Sklad republike Slovenije za razvoj, Slovenski odškodninski sklad ter zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje, ki ne smejo biti lastnice več kot 10% delnic. KDD opravlja obračun in poravnavanje obveznosti iz sklenjenih poslov na organiziranem trgu vrednostnih papirjev med vsemi

pooblaščenimi udeleženci za poslovanje z vrednostnimi papirji, vodi centralni register vrednostnih papirjev, zagotavlja stanja na računih vrednostnih papirjev in ostalo.

3.3.4. Banke

Banke so pooblaščene udeleženke našega trga kapitala, saj lahko med drugimi opravljajo tudi borznoposredniško dejavnost. Za trgovanje na trgu vrednostnih papirjev morajo pridobiti pozitivno mnenje za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji, ki ga izda ATVP. Poleg tega morajo banke v skladu z Zakonom o bančništvu pred začetkom opravljanja borznoposredniške dejavnosti pridobiti tudi posebno dovoljenje Banke Slovenije. Poleg vseh pogojev, ki jih morajo zagotoviti borznoposredniške hiše, morajo banke izpolnjevati še nekatere druge pogoje. Borzne storitve sedaj opravljajo NLB, SKB, Abanka, Probanka in nekatere druge, na dovoljenje pa čakajo pri Hypo Alpe Adria bank.

3.3.5. Družbe za upravljanje

Družba za upravljanje (v nadaljevanju DZU) lahko v Sloveniji upravlja investicijsko družbo ali vzajemni sklad. Nadzor nad poslovanjem družb za upravljanje po Zakonu o investicijskih družbah in družbah za upravljanje opravlja ATVP.

3.3.6. Investicijske družbe

Investicijska družba (ID) je delniška družba, ki jo lahko ustanovi le ena družba za upravljanje. Med investicijsko družbo in DZU se sklenu pogodba o upravljanju ID, s katero se DZU obveže, da bo opravljala posle za investicijsko družbo in upravljala z njenim finančnim premoženjem. V Sloveniji smo največ investicijskih družb dobili s preoblikovanjem Pidov, ki so se preoblikovali v holdinge, investicijske družbe ali vzajemne sklade.

3.3.7. Vzajemni skladi

Vzajemni sklad sestavljajo naložbe pravnih ali fizičnih oseb v vrednostne papirje ali druge oblike finančnih naložb. Vzajemni sklad oblikuje družba za upravljanje s

sprejetjem pravil upravljanja vzajemnega sklada ter s pridobitvijo dovoljenja ATVP za oblikovanje in upravljanje tega vzajemnega sklada. Družba za upravljanje upravlja vzajemni sklad v svojem imenu in za račun imetnikov investicijskih kuponov. Med investitorji in družbo za upravljanje obstaja neposredno pravno razmerje. Vzajemni skladi v Sloveniji so bili predvsem v letu 2002 zelo uspešni, saj so beležili tudi do 60% letne donose. Tako se je denimo lani sklad Galileo na lestvici Wall Street Journal Europe uvrstil na prvo mesto kar petkrat (Mt, 2003:2). Letos so po dolgem času v prvi polovici leta spet poslovali negativno, kar je predvsem posledica negativnih donosov na domačem trgu, delno pa so te izgube kompenzirali z donosi na tujih kapitalskih trgih.

3.3.8. Pooblašene investicijske družbe

Pooblašene investicijske družbe (v nadaljevanju PID) so bile ustanovljene z namenom zbiranja lastniških certifikatov in nalaganja tako zbranih certifikatov v delnice, ki jih je prodajal Sklad republike Slovenije za razvoj. Za upravljanje PID-ov so bile ustanovljene pooblašene družbe za upravljanje.

3.3.9. Borznoposredniške družbe

Borznoposredniške hiše (v nadaljevanju BPH) lahko v Sloveniji v skladu z ZTVP⁸, opravljajo posle z vrednostnimi papirji. Dovoljenje jim izda ATVP, zadovoljiti pa morajo nekaterim formalnim, kadrovskim, tehničnim, finančnim in organizacijskim pogojem.

⁸ ZTVP- zakon o trgu vrednostnih papirjev

4. KRONOLOGIJA DOGAJANJA NA NAŠEM TRGU KAPITALA

Leta 1994 je bil sprejet Zakon o trgu vrednostnih papirjev. Indeks SBI⁹ so takrat sestavljale delnice Dadasa, Finmedije, KB Triglava, Leka C, MK Založbe, Nike, Probanek, Rogaške, Salusa, SKB banke, Term Čatež, UBK banke, Banke Vipa, ter Primofina (www.a-tvp.si)¹⁰. Politična debata, ki je spremljala prvo leto razvoja trga kapitala v Sloveniji, je bila usmerjena predvsem v zagotavljanje ustrezne institucionalne osnove za začetek trgovanja. Leta 1991 so delnice predstavljale le 0,5% vsega prometa na borzi, leta 1994 pa že 47,79%. Daleč najprometnejše so bile delnice Dadasa in SKB banke. Prve so predstavljale več kot 23% vsega prometa na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev (www.a-tvp.si: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev, 1994).

Tabela 2: Podatki o trgovanju na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev leta 1994

| | Vrednostni papir | Promet v SIT | Delež v skupnem prometu delnic v % |
|---------------|------------------|-----------------------|------------------------------------|
| 1 | Dadas redna | 12.602.280.284 | 23,6 |
| 2 | SKB banka redna | 10.470.156.166 | 19,6 |
| 3 | SKB banka | 5.888.812.237 | 11,0 |
| 4 | Nika redna | 5.596.312.450 | 10,6 |
| 5 | Probanka redna | 4.596.312.450 | 8,6 |
| 6 | MKZ redna | 2.474.985.803 | 4,6 |
| 7 | BTC redna | 2.179.687.660 | 4,1 |
| 8 | Finmedia redna | 1.951.800.239 | 3,7 |
| 9 | KBT prednostna | 1.720.206.861 | 3,2 |
| 10 | UBK prednostna | 1.668.420.549 | 3,1 |
| Skupaj | | 49.222.232.413 | 92,3 |

Vir: Letno poročilo ATVP, 1994

Leta 1995 je steklo trgovanje na OTC trgu, kjer so kotirale delnice podjetij, ki ne izpolnjujejo vseh pogojev za kotacijo na organiziranem trgu.

⁹ Indeks SBI je indeks delnic podjetij iz borzne kotacije. Izračunava se kot navadna aritmetična sredina odstotnih sprememb enotnih tečajev delnic, vključenih v izračun, glede na vrednost enotnih tečajev le teh v baznem obdobju, pomnoženo s faktorjem tisoč (www.a-tvp.si).

¹⁰ Poglavje je povzeto po letnih poročilih ATVP 1994-2002 na www.a-tvp.si

Leta 1996 je bilo leto pospešenega uvrščanja tržnih delnic na organizirani trg. Tržna kapitalizacija delnic na Ljubljanski borzi se je iz 40 milijard tolarjev zvišala na 124,9 milijard tolarjev, promet pa se je iz 42 milijard tolarjev zvišal na 67 milijard tolarjev. Tega leta je z obračunavanjem in poravnavanjem obveznosti iz sklenjenih poslov z vrednostnimi papirji na organiziranem trgu pričela Klirinško depotna družba (www.a-tvp.si: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev, 1996).

Leta 1996 se v zapisih pojavi delitev med certifikatskimmi delničarji in drugimi vlagatelji. »Vrednostni papirji, ki so bili vplačani z denarjem, se uvrščajo v borzno kotacijo, medtem, ko se z delnicami olastninjenih podjetij, vplačanih s certifikati, trguje predvsem na OTC trgu. Iz omenjenega bi lahko sklepali, da se izdajatelji, ki so jim investitorji zaupali denar zavedajo, da investitorji, ki so vložili svoj denar v podjetje zahtevajo čim več informacij o podjetju (www.a-tvp.si: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1996:7,8)«.

Indeks SBI je leto 1996 začel pri 1.390 točkah in ga končal pri 1.183 točkah. Rast tečajev v začetku leta je bilo mogoče pripisati predvsem povečanemu pritoku sredstev v vzajemne sklade Proficie Dadas in povečanim povpraševanjem teh skladov po delnicah Dadas, Primofin, Finmedia in SKB. Povpraševanje pa je sredi leta usahnilo, sledil je padec delnic in indeks SBI je 10.9.1996 dosegel najnižjo vrednost kadarkoli, 892 točk. Sledilo je okrevanje indeksa, saj so si delnice začeli ogledovati in kupovati tuji vlagatelji. Začele pa so se pojavljati vse pogostejše ponudbe za odkup privatizacijskih delnic. ATVP in Ljubljanska borza sta zato poskrbeli, da se ti papirji čim hitreje uvrstijo v borzno kotacijo. Mali delničarji so bili na novi preizkušnji, saj so nekateri prodajali delnice podjetij, še preden so se uvrstile na organiziran trg. Podatki pa so kazali, da se na organiziranem trgu praviloma oblikuje višja cena delnic, kot na neorganiziranem.

Najbolj boleča zgodba malih delničarjev iz privatizacije so pidi. Leta 1996 je bilo registriranih 64 pooblaščenih investicijskih družb. Istega leta pa so se začele tudi težave menjave certifikatov za premoženje. S tem se je začela žalostna usoda naše privatizacije. Pidi so imeli v začetku leta v povprečju po podatkih ATVP še 83.98% neizkoriščenih certifikatov, kljub temu, pa so v javnih občilih Slovence še naprej

vabili, naj sredstva vložijo k njim, ker naj bi predstavljali dobro naložbo, kar se je kasneje izkazalo za neresnično.

Slovenski vlagatelji so bili to leto priča tudi enemu največjih propadov svojih naložb. Družbi Proficia Dadas je ATVP namreč odvzela dovoljenje za upravljanje vzajemnih skladov. Majhen del premoženja se je sicer prenesel na Kmečko družbo (sedaj KD-group), ki še danes vodi tri vzajemne sklade, večina od takratnih 5 milijard tolarjev premoženja strank, pa je zaenkrat izginilo, podobno kot je izginil direktor Dadasa Davorin Sadar.

Leto 1997 je bilo v znamenju padanja tečajev. Osmojeni domači vlagatelji v transparentnost kapitalskega trga niso več verjeli, tuji investitorji pa so dočakali uvedbo skrbniških računov¹¹. Ob uvedbi skrbniških računov je vrednost SBI v dveh dneh padla iz 1.665 točk na 1.295 točk. Ko je Banka Slovenije spet nekoliko omilila zahteve po usklajevanju devizne pozicije bank v zvezi z naložbami tujih investitorjev, je indeks znova porasel. V enem mesecu je indeks SBI zrasel za več kot 23%. Istega leta je bilo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev uvedeno tudi poslovanje s svežnji, kar je borznim članom omogočilo poslovanje izven borznega sistema. Ta oblika trgovanja je kasneje postala vse pogostejša tema razpravljanja borznih poznavalcev. Indeks SBI pa je Ljubljanska borza začela obračunavati po novi metodologiji¹² (www.a-tvp.si: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev, 1997).

Sekundarni trg vrednostnih papirjev je leta 1998 nadaljeval rast, ki jo je začel leta 1997. Promet z vrednostnimi papirji se je v primerjavi z letom prej povečal kar za 60%. Rast prometa pa je bila predvsem na račun domačih vlagateljev, saj so se tuji vlagatelji predvsem zaradi Azijske in ruske krize umaknili. Kljub temu je indeks SBI to leto nominalno zrasel kar za 21%, število delnic na sekundarnem trgu pa je naraslo iz 85 na 92.

¹¹ Ob uvedbi skrbniških računov je Banka Slovenije postavila zahtevo, da mora banka v višini stanja sredstev na skrbniških računih oblikovati devizne rezerve. Na ta način se preprečuje neto uvoz kapitala preko nakupa vrednostnih papirjev s strani tujih investitorjev (www. ATVP).

¹² Vrednost indeksa se računa kot serija tržnih vrednosti izbrane košarice delnic. Sestavne dele košare predstavljajo kapitalizacije posameznih delnic izražene v tolarjih.

Tabela 4: Število delnic, ki kotirajo na sekundarnem v borzni kotaciji in prostem trgu od 1990 do 2002

| Datum | Št. delnic |
|----------|------------|
| 31.12.90 | 1 |
| 31.12.91 | 5 |
| 31.12.92 | 8 |
| 31.12.93 | 16 |
| 31.12.94 | 19 |
| 31.12.95 | 26 |
| 31.12.96 | 52 |
| 31.12.97 | 85 |
| 31.12.98 | 92 |
| 31.12.99 | 134 |
| 31.12.00 | 154 |
| 31.12.01 | 156 |
| 31.12.02 | 139 |

Vir: www.ljse.si

Do leta 2002 je število delnic na naši borzi raslo, kasneje pa se je s prevzemi in posledično umiku delnic z naše borze ta številka obrnila.

Leto 1999 so zaznamovale nekatere institucionalne spremembe trga kapitala. Med temi je najpomembnejša sprejetje novega Zakona o trgu vrednostnih papirjev. 13.7.1999 je začel veljati tudi Zakon o prvem pokojninskem skladu, ki je prinesel pokojninske bone, ki so bili vse do njihovega konca eden najbolj špekulativnih vrednostnih papirjev na naši borzi. Promet je za 53% presegel lanskega, kar je bila v celoti posledica trgovanja domačih vlagateljev. To leto se je zgodilo kar 9 prevzemov, vsega skupaj od začetka borze pa 11. Borzni indeks SBI je 31.12.1999 dosegel vrednost 1.806 točk in bil za 5,6 odstotkov višji, kot leto prej (www.a-tvp.si: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev, 1999).

Tabela 5: Deset najprometnejših delnic na organiziranem trgu leta 1999

| | Delnice | Promet v SIT |
|----|-----------------|--------------|
| 1 | Krka | 23.335.644 |
| 2 | Lek | 17.662.308 |
| 3 | Mercator | 16.200.623 |
| 4 | Petrol | 13.140.233 |
| 5 | Merkur | 9.187.796. |
| 6 | Dolenjska banka | 7.164.153 |
| 7 | SKB banka | 6.902.907 |
| 8 | Kovinotehna | 6.051.992 |
| 9 | Luka Koper | 5.369.489 |
| 10 | Gorenje | 4.985.945 |

Vir: Letno poročilo ATVP, 1999

Leta 2000 je promet na organiziranem trgu za 1,5% presegel promet leta 1999. Konec leta je indeks SBI znašal 1.808 točk in je bil nominalno za 0,1% višji, kot pred enim letom. Nekoliko je upadel tudi priliv vzajemne sklade. Neto vplačila so znašala 1,7 milijarde tolarjev, kar je pol manj kot v letu 1999. V tem letu pa se je nadaljevala tudi močna prevzemna aktivnost. Tako je ATVP izdala 10 dovoljenj za prevzem (www.a-tvp.si: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev, 2000).

Tabela 6: Dovoljenja za ponudbo za odkup v letu 2000

| | Prevzemnik | Ciljna družba |
|----|------------------------------------|----------------|
| 1 | Mercator | Emona Merkur |
| 2 | Emona Merkur | TP Rožca |
| 3 | Intereuropa | STC Celje |
| 4 | Perspektiva | Lisca |
| 5 | Rexel | Elektronabava |
| 6 | Sava | Color |
| 7 | Pivovarna Laško | Radenska |
| 8 | Luka Koper, Istrabenz, Intereuropa | Banka Koper |
| 9 | Era | Dravinjski dom |
| 10 | Pivovarna Union | Fructal |

Vir: Letno poročilo ATVP, 2000

Leta 2001 je bilo 14 prevzemov podjetij, ki so v glavnem krojili dogajanje na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001. Promet na organiziranem trgu je za 29,3% presegel tistega z lanskega leta in je bil za Ljubljansko borzo vrednostnih papirjev rekorden. Indeks SBI je ob koncu leta znašal 2.151 točk in je bil nominalno za 19% višji kot leto prej (www.a-tvp.si: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev, 2001).

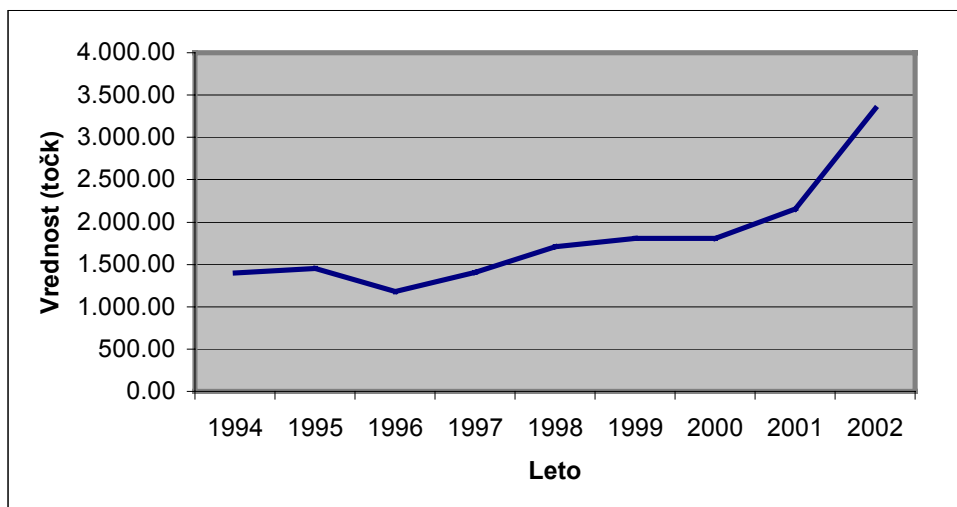
Tabela 7: Dovoljenja za ponudbo za odkup v letu 2001

| Prevzemnik | Prevzeta družba |
|---------------------------------|---|
| G M&M, proizvodnja in marketing | Radeče papir |
| Societe generale | SKB banka |
| PID setev, ID trgatev, PLOD | Unitas |
| Arkada ena, Arkada dve | IMP črpalke |
| Skupina kmečka družba | Kmečka družba za upravljanje investicijskih skladov |
| Žito | Kruh pecivo |
| Kuw Kondensatoren und Wandler | Iskra kondenzatorji |
| Primorje | Rudis |
| Agrar poslovno svetovanje | Kmetijsko gospodarstvo Rakičan |
| Aktiva group | Avant hoding |
| AKTIVA invest | Certius holding |
| Megafin | KS1 naložbe |
| Interbrew Central | Pivovarna Union |
| San Paolo IMI | Banka Koper |
| Hoteli Morje | Hoteli Palace |

Vir: Letno poročilo ATVP, 2001

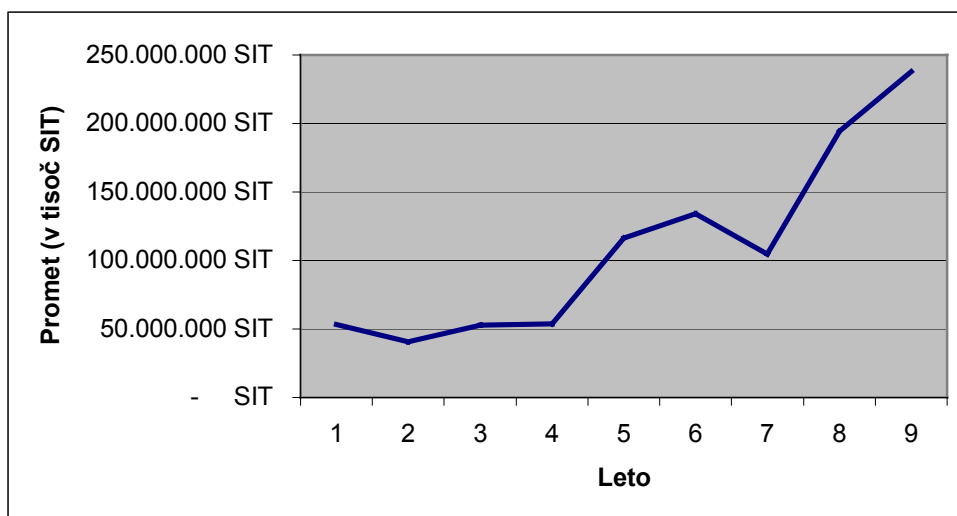
Leto 2002 se je začelo v znamenju pričakovanja razpleta pivovarske vojne. Prevzem Uniona je na organiziranem trgu kapitala povzročil hitro rast prometa in indeksa SBI. Promet se je od leta 2000 iz 104 milijard dvignil na 194 milijard tolarjev, indeks SBI pa je zrasel za 3,7%. Prva polovica leta in poletje sta minila v znamenju padanja tečajev, kar je bilo predvsem posledica manjšega povpraševanja s strani domačih in tujih vlagateljev. Indeks je ponovno zrasel jeseni, in je ob koncu leta predvsem zaradi vpliva prevzema Leka znašal 3.340 točk, kar je 39,68% več, kot pred enim letom (www.a-tvp.si: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev, 2002).

Graf 2: Gibanje indeksa SBI od 31.12.1994 do 31.12.2002



Vir. www.ljse.si

Graf 3: Promet na sekundarnem trgu kapitala od 1994 do 2002



Vir. www.ljse.si

5. PРАВNA REGULATIVA PREVZEMOV PODJETIJ V SLOVENIJI

Delovanje kapitalskega trga v Sloveniji regulira več zakonov. Prevzeme kot eno izmed aktivnosti trga kapitala pa regulira Zakon o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD), Zakon o varovanju konkurence (v nadaljevanju ZVK) in kar je za varovanje malih delničarjev najpomembnejše, Zakon o prevzemih (v nadaljevanju ZPre), ki določa zakonske postopke in pravila kapitalskih povezovanj podjetij. Nekatera določila tega zakona so povezana z Zakonom o lastninskem preoblikovanju podjetij – ZLPP.

Zakonodaja, ki ureja trg kapitala pri nas, je usklajena s pravnim redom Evropske unije. Kljub svojem mlademu izvoru je predvsem zaradi tranzicijskega obdobja, ki je pogojeval specifičen način privatizacije, potrebna nekaterih sprememb, saj so uprave podjetij predvsem spremembe lastništva ali druge cenovno občutljive poteze lahko izpeljevale brez vednosti vseh delničarjev. To so lahko počele zaradi različnih dejavnikov. Delničarstvo in delničarje smo v Sloveniji dobili čez noč, zakonodaja ima luknje, ki jih lahko nekateri udeleženci trga kapitala izkoriščajo, poleg vsega pa regulator trga svojih nalog ne opravlja učinkovito, saj imamo kratko zgodovino trgovanja in pomanjkanje izkušenj. Nepravilnosti pri prevzemih pri nas namreč še v nobenem primeru niso dobile sodnega epiloga.

Ob prehodu v začetku devetdesetih je vsak državljan Slovenije dobil certifikat in tako postal delničar. Ker se ljudje niso zavedali svojih pravic, so bili zaradi tega oškodovani, in šele v zadnjem času so se ob močni medijski podpori tudi delničarji začeli zavedati svojih pravic ter začeli podajati prve odškodninske tožbe zoper posameznike, uprave in nadzorne svete.

Zakon o prevzemih je sodoben in se zgleduje po smernicah, ki jih je podala EU. Temelji na enakem obravnavanju vseh delničarjev, obvezi ponudbe za prevzem, dolžnosti razkritja podatkov in omejitvi nekaterih obrambnih dejanj, ki bi lahko preprečevala prevzem (Lahovnik, 2002:2). Kljub temu ima zakon nekatere

pomanjkljivosti, ki bi jih bilo treba predvsem zaradi varovanja malih delničarjev in večje transparentnosti delovanja kapitalskega trga, ter sprememb lastništev odpraviti.

Zanimivo je, da je bilo po poročanju medijev največ »sumljivih« poslov prav pri menedžerskih odkupih, bistveno manj pa je bilo – kot kaže praksa - nepravilnosti pri prevzemih s strani tujih prevzemnikov.

5.1. Določila za varovanje malih delničarjev

Z vidika enakosti vseh delničarjev je ZPre pomemben pri omejevanju tistih aktivnosti v času prevzemnega postopka, ki bi lahko škodili delničarjem ciljnega podjetja. Zakon zato zahteva obvezno objavo ponudbe za odkup vseh delnic podjetja, če hoče določeni delničar preseči 25% lastniški delež v ciljnem podjetju. S tem je vsem delničarjem omogočeno, da izstopijo iz lastniške strukture podjetja, če presodijo, da je cena delnic dovolj ugodna ali če ne zaupajo novem kontrolnemu lastniku. Ob prevzemni ponudbi cene delnic običajno namreč nekoliko zrastejo. Prevzemne premije največkrat znašajo 30-50% na tržno ceno delnic ciljnega podjetja na borzi, v nekaterih primerih pa še višje, saj prevzemnik plača tudi pričakovane prihodnje donose, blagovno znamko in ostalo. Čeprav je zakon sestavljen tako, da bi bilo zlorab in tihih odkupov čim manj ter natančno opredeljuje pojem 25% delež, pa ima nekatere pomanjkljivosti. O tem več kasneje. Najprej pogledjmo, kaj se pri izračunu deležev upošteva, da bi zavarovali male delničarje (4. člen ZPRE).

- delnice z glasovalno pravico, ki jih je pridobila tretja oseba v svojem imenu in za račun prevzemnika;
- delnice z glasovalno pravico, ki pripadajo od prevzemnika posredno ali neposredno odvisni družbi ali družbi, ki prevzemnika obvladuje;
- vrednostni papirji s pravico do zamenjave oz. do nakupa delnic z glasovalno pravico
- enostranska upravičenja do nakupa delnic z glasovalno pravico.

Tabela 8: Pravice delničarjev (po ZGD), ki izhajajo iz deleža lastništva, ki ga imajo v podjetju.

| Število delnic oziroma delež v podjetju | Pravice, ki izhajajo iz deleža |
|---|--|
| 1 delnica | <ul style="list-style-type: none"> - Pravica do dela dobička (dividende) - Pravica do udeležbe pri upravljanju družbe - Pravica do ustreznega dela preostalega premoženja po likvidaciji ali stečaju družbe - Pravica do obveščnosti - Pravica do udeležbe na skupščini |
| 5% osnovnega kapitala | <ul style="list-style-type: none"> - Pravica do sklica skupščine - Pravica do sklica skupščine, ki naj odloča o potrditvi pripojitve |
| 10% osnovnega kapitala | <ul style="list-style-type: none"> - Predlog sodišču za odpoklic člana nadzornega sveta, ki zastopa interese delničarjev, zaradi utemeljenih razlogov - Sklepanje o volilnem predlogu delničarjev pred predlogom nadzornega sveta |
| 50% prisotnih glasov | <ul style="list-style-type: none"> - Sprejem letnega poročila, delitev dobička, imenovanje članov nadzornega sveta, imenovanje revizorja - Zmanjšanje osnovnega kapitala z umikom lastnih delnic v breme dobička |
| 75% osnovnega kapitala | <ul style="list-style-type: none"> - Odpoklic člana nadzornega sveta - Soglasje upravi za opravljanje posameznih poslov na zahtevo uprave - Spremembe statuta - Soglasje k pogodbi o obvladovanju ali prenosu dobička |
| 90% osnovnega kapitala | <ul style="list-style-type: none"> - Ni potrebno soglasje skupščine prevzete družbe - Preoblikovanje d.d. v d.o.o. |
| 100% osnovnega kapitala | <ul style="list-style-type: none"> - Sprejem sklepa o soglasju družbe za prenos delnic |

Vir: Povzeto po: Janževič, 2001: 54

Zakon o prevzemih dodatno skrbi za obveščnost vseh delničarjev, saj za vsakih na novo pridobljenih 5% glasovalnih pravic v podjetju zahteva javno objavo v časopisju.

Da uprava v času prevzema ne bi delovala v nasprotju z interesi delničarjev v času prevzema ne sme (36. člen ZPRE): povečati osnovnega kapitala, sklepati poslov izven rednega delovanja družbe oz. opravljati dejanja in sklepati poslov, ki bi resneje ogrozili nadaljnje poslovanje družbe, pridobivati lastnih delnic in opravljati dejanj, katerih edini namen je ovirati oz. oteževati postopek in sprejetje ponudbe za odkup.

Ta določila so smiselna predvsem za podjetja, ki imajo zelo razpršeno lastniško strukturo, in če v podjetju ni kontrolnega lastnika, oziroma delničarja, ki bi z večinskim deležem lahko upravljal s podjetjem oziroma učinkovito nadziral delo uprave. V takšnih podjetjih so lastniki oziroma nadzorni svet dokaj pasivni in uprava bi se zaradi lagodnosti brezskrbnega vladanja novega lastnika verjetno branila, saj novi, največkrat večinski lastniki s seboj pogosto prinašajo izgube delovnih mest, znižanje plač, zmanjšanje bonitet, zahteve po višji produktivnosti in ostalo. Obramba ciljnega podjetja je mogoča, vendar šele, ko delničarji s 75% večino na skupščini ugotovijo, da je smiselna.

5.2. Določila za discipliniranje uprav

Uprave prevzemnih tarč bi se v primeru drugačnih pooblastil lahko pogosto posluževale različnih postopkov, da bi preprečile prevzem. To je še posebej značilno za slovenski prostor. Zaradi zelo razpršenega lastništva uprave podjetij pogosto »vladajo« brez budnega nadzora nadzornih svetov in si prevzema pogosto ne želijo, kar pa ni rečeno, da enako ustreza tudi delničarjem, katerih glavni cilj je običajno maksimiziranje dobička, zviševanje vrednosti podjetja in posledično zviševanje cene delnic. To je pogosto mogoče doseči prav z lastniškimi spremembami, saj lahko večinski lastniki močnejše pritiskajo in nadzirajo uprave. »Prevzemnik predstavlja nekakšno metlo za discipliniranje menedžmenta. Uprave ciljnih podjetij zato pogosto nasprotujejo prevzemu po načelu »bolje prvi na vasi, kot zadnji v mestu«, ne glede na to ali je to v ekonomskem interesu ciljnega podjetja (Lahovnik, 2002:2).«

5.3. Določila za varovanje pred nezaželenim prevzemom

Uprave v nekaterih naših največjih podjetjih so zavarovane z omejitvijo glasovalnih pravic. Tako imajo delničarji ne glede na svoj delež denimo lahko le 10 % glasovalnih

pravic. S tem se praktično izloči možnost sovražnega prevzema. Novela Zakona o gospodarskih družbah je ta instrument varovanja pred sovražnimi prevzemi prepovedala. Sovražni prevzemi so se dogajali predvsem v 80-tih letih v ZDA, sedaj pa jih praktično ni več. Kljub temu je bil to učinkovit način obrambe pred nezaželenimi prevzemi. V primeru te omejitve prevzem brez privoljenja uprave praktično namreč ni bil mogoč.

Če so delničarji ciljnega podjetja ugotovili, da je sprememba lastništva smiselna, pa so lahko na skupščini delničarjev spremenili statut, ki je določal omejitve glasovalnih pravic. Pri Leku, denimo, so delničarji na skupščini izglasovali, da se ta določba umakne, ko so presodili, da je Novartis primeren lastnik in da bo večina obstoječih delničarjev (predvsem oba paradržavna sklada, ter nekateri pidi) ponudbo sprejela ter se iz lastniške strukture Leka s prodajo svojih delnic umaknila.

5.4. Spremembe zakona o prevzemih

Pri prevzemih v Sloveniji so bili iz vidika malih delničarjev najbolj sporni prav menedžerski odkupi. Pri prevzemih, ki so jih opravljali tujci, je bila ponudba običajno transparentna. V predlogu popravka bi bilo smiselno urediti vsaj delovanje družbe pooblaščenke, ki izhaja iz zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij ZLPP. Družbo pooblaščenko so lahko ustanovila vsa podjetja, ki so se preoblikovala na podlagi ZLPP in kot enega od načinov izvedbe lastninskega preoblikovanja niso uporabile javne prodaje delnic (81. člen ZPR): »Delničarji izdajatelja, ki se je preoblikoval na podlagi ZLPP in ki kot enega od načinov izvedbe lastninskega preoblikovanja ni izvedel javne prodaje delnic, lahko ustanovijo družbo pooblaščenko po postopku in na način, določen v zakonu o privatizaciji pravnih oseb v lasti Sklada Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo (Uradni list RS, št. 71/94 in 57/95).«

Zaradi tega člena je bil denimo mogoč tudi menedžerski odkup BTC, kjer je že prišlo do tožbe s strani delničarja. Nenavadno je le to, da je bil delničar, ki je BTC zaradi sporno izvedenega prevzema nekdanji član njegovega nadzornega sveta.

Ponudbe za prevzem prav tako ni treba podati obema paradržavnima skladoma ter pidom, če njihov delež glasovalnih pravic v podjetju, ki se je preoblikovalo v skladu z ZLPP, ne presega 40%. S tem jim zakon omogoča, da pridobijo več kot 25% glasovalnih pravic brez izpeljave postopka prevzema (80 člen Zpre):

- Ne glede na določbo 4. člena tega zakona se glede pridobitve delnic iz drugega in tretjega odstavka 2. člena tega zakona ne uporabljajo za:
- pooblaščen investicijsko družbo, Slovenski odškodninski sklad in Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja, če delnico posameznega izdajatelja, ki zagotavljajo glasovalno pravico, ki jih pridobi pooblaščen investicijska družba oziroma Slovenski odškodninski sklad ali Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja, skupaj z drugimi delnicami, ki jih že imajo, zagotavljajo manj kot 40% glasovalno pravico.

Vlada pripravlja tudi nekatere spremembe zakona o prevzemih. Zaradi pogostih netransparentnosti postopkov je treba stari zakon nekoliko dopolniti in s tem zagotoviti preglednost prevzemnih postopkov v celotnem postopku prevzema družbe in ne le v času ko velja ponudba za prevzem (predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah Zakona o prevzemih, 2003). Predlog zakona natančneje obravnava povezane osebe, vse določbe novega zakona pa se bodo uporabljale za vse izdajatelje, ki imajo več kot 250 delničarjev in milijardo tolarjev celotnega kapitala. Po doslej veljavnem zakonu so morali delničarji, ki so sprejeli ponudbo za odkup, postopek ponoviti, če so želeli sprejeti novo ponudbo, po novem zakonu, pa se ugodnejša ponudba sprejme tudi brez posredovanja delničarja, razen če ta izrecno zahteva, da se upoštevajo pogoji iz točno določene ponudbe za odkup. Uprave podobno kot v starem zakonu ne smejo ovirati postopka prevzema, lahko pa iščejo boljšega ponudnika. V novem zakonu so določeni krajši roki za sklic skupščine in opredelitev do nekaterih pomembnih poslovnih odločitev oziroma predlogov. Novi zakon sedaj zahteva tudi višje kazni za kršitelje in sicer do 30 milijonov tolarjev. Prevzemnik ali uprava družbe, ki želi prevzeti podjetje, mora delničarje pravočasno obvestiti o nameri za odkup, jih seznaniti s pogodbo, ter utemeljiti osnovo za določitev cene delnic. Verjetno najpomembnejše določilo novega zakona pa je, da bo novi zakon prepovedoval finančno pomoč ciljne družbe kupcu pri nakupu delnic. To je zelo pomembna novost, saj je na našem kapitalskem trgu še veliko podjetij, ki

imajo veliko prostih denarnih tokov, kot denimo Etol, kar bi lahko uprave podjetij zaradi neaktivne lastniške strukture s pridom izkoristile.

5.5. Vloga regulatorja

Glavni nadzornik trga kapitala je ATVP. V Zakonu o prevzemih je njena vloga opredeljena dokaj medlo. V Sloveniji so prevzemi podjetij pogosto potekali preko povezanih oseb. Ker je več na videz nepovezanih oseb z dogovorom zbralo kontrolni delež v podjetju in šele potem izdalo ponudbo za prevzem, je bila cena velikokrat nižja kot bi bila sicer, in mali delničarji so bili oškodovani. ATVP opravlja pri sledenju takih dogovorov Siziſovo delo. Po obstoječi zakonodaji namreč ne sme uporabljati posebnih metod in sredstev, zagrožene kazni so smešno nizke, poleg tega v Sloveniji še ni prave sodne prakse. Do sedaj namreč še nihče ni bil obsojen nezakonite uporabe notranjih informacij. V primerih prevzema pa mali delničarji še niso dobili pravnomočne sodbe, ki bi dokazala, da so bili zaradi povezav navidez nepovezanih oseb gmotno oškodovani. Novi zakon o prevzemih sicer ATVP dodeljuje nekoliko višje pristojnosti in kršitelje kaznuje z višjimi kaznimi, vendar bo praksa pokazala, kako bodo nova določila pomagala pri dokazovanju kaznivih dejanja na področju trgovanja z vrednostnimi papirji.

6. PREVZEMNE PRAKSE V SLOVENIJI

6.1. Prevzem Leka

6.1.1. Kratek pregled razmer v farmacevtski dejavnosti

Farmacevtska panoga se v grobem deli na dva dela: na izdelovalce originalnih zdravil in tiste, ki izdelujejo generična zdravila. Generična zdravila so izdelana na podlagi originalnih, zato v svetu prihaja do številnih tožb generikov s strani originatorjev. Stroški proizvodnje generičnih zdravil so zaradi bistveno nižjih stroškov razvoja nižji, saj proizvajalci generikov kot osnovo uporabljajo originalno zdravilo. Trend prodaje zdravil je v prid generikom, saj strategije večine držav temeljijo na zmanjšanju stroškov iz naslova brezplačnih zdravstvenih uslug, generična zdravila, pa so cenejša od originalnih. Tudi v Sloveniji se uporaba generičnih zdravil nenehno zvišuje, kar opozarjajo predvsem proizvajalci originalnih zdravil, ki se zavzemajo za to, da bi bili postopki za registracijo generičnih zdravil čim bolj zahtevni. O razcvetu originatorske industrije priča tudi podatek, da je denimo koncern Novartis v prvi polovici tega leta prodajo povečal za 20% , k čemur je Lek prispeval 2% točki. A njihove generična divizija Novartis Sandoz je dosegla kar 87% rast prodaje, sicer pa se je dobiček iz poslovanja generikov v primerjavi z istim obdobjem lani povečal kar za 127% (Grahek, 2003:8). Ker je patentna zakonodaja v razvitih evropskih državah in ZDA zelo stroga, številna farmacevtska podjetja, ki se ukvarjajo s proizvodnjo generičnih zdravil, svoje obrate selijo na vzhod ali pa se širijo s prevzemanjem tamkajšnjih podjetij. V teh državah (Poljska, Madžarska, Rusija) imajo zaradi ohlapnejše zakonodaje namreč laboratorije za izdelovanje generičnih sestavin. Tega se zavedata tudi Lek in Krka, ki se ukvarjata s proizvodnjo generičnih zdravil, in svojo proizvodnjo že širita na Poljsko v Romunijo, Češko in Rusijo, kjer bosta lahko nadaljevala s proizvodnjo in razvojem generičnih zdravil tudi po vstopu Slovenije v Evropsko unijo.

V razvitih evropskih državah je sestavina originalnega zdravila namreč zavarovana. To je bilo uvedeno pred približno desetimi leti, saj je bil prej zavarovan le postopek, kar se je pokazalo za neprimerno, ker je bilo veliko možnosti zlorab. V prid prodaje

generičnih zdravil pa je tudi nova zdravstvena reforma v Sloveniji, ki je uvedla sistem zamenjave zdravil, kar pomeni, da bodo zdravniki lahko brezplačno predpisovali le najcenejša zdravila. Kjer so to originalna zdravila, novosti ne bo, kjer pa obstaja nadomestek z generičnim zdravilom, pa bodo morali pacienti uporabljati cenejše, generično.

V Sloveniji sta dve zelo uspešni farmacevtski družbi, ki sta močno prisotni predvsem na vzhodnoevropskih trgih, kar je zaslutil tudi Novartis, ki je eno izmed največjih podjetij za proizvodnjo zdravil v Evropi. Večji so le še Merck, Glaxosmithkline, in Pfizer, ki pa se ukvarjajo s proizvodnjo originalnih zdravil. Novartis je eno redkih proizvajalcev obeh-generikov in originatorjev. Ko je govora o prevzemu Krke iz Novega mesta, je zato seznam potencialnih prevzemnikov že zelo ozek. Hrvaška Pliva, ki je prav tako velik izdelovalec generikov, se po proizvodnem programu s Krko preveč pokriva, poleg istih izdelkov si konkurirata tudi na istih trgih, zato povezava ne bi bila smiselna. Ostane le še Izraelska Tewa, ki naj bi bila najresnejši kandidat za prevzem Krke. Če bi jo hotel prevzeti denimo Novartis, bi verjetno prišlo do težav zaradi vodilnega položaja na slovenskem trgu, prav tako pa bi se isto vprašanje pojavilo tudi na Poljskem, kjer so vsi tekmeci tako močni, da skupaj zavzemajo vodilni položaj na trgu.

In koliko sta naša farmacevta velika? Novartis je v prvem polletju 2003 ustvaril za 11,8 milijarde tolarjev prihodkov, kar pomeni, da nakup vseh delnic Leka (204 milijarde tolarjev) predstavlja le 8,4% polletnega prihodka. Če je tržna kapitalizacija Lekovih delnic predstavljala 9,4% vse tržne kapitalizacije na ljubljanski borzi, to pomeni, da bi lahko Novartis s svojim polletnim prihodkom lahko kupil vsa slovenska podjetja v borzni kotaciji. Novartis je v prvi polovici ustvaril tudi 1.3 milijarde dolarjev (270 milijard tolarjev) dobička, kar pomeni, da je večinski delež Leka lahko kupil s polletnim dobičkom.

6.1.2. Postopek prevzema

Ko je švicarski Novartis objavil ponudbo za odkup vseh delnic Leka, se je pojavilo vprašanje, ali lahko Lek preživi sam, ali je bolje, da dobi strateškega partnerja. Vprašanje je v javnost sprožila uprava, natančneje njen predsednik. Delničarji so se

verjetno spraševali tudi v tej smeri, kar je bila voda na mlin upravi, ki je vseskozi tesno sodelovala s prevzemnikom. So bili delničarji zapeljani? Gotovo. Ni vprašanje ali bi Lek preživel ali ne. Večje je vprašanje, kakšno rast lahko zagotavlja s strateškim partnerjem ali brez njega. Cene delnic na borzi se oblikujejo tudi na podlagi psihologije vlagateljev. Če so vlagatelji pričakovali, da lahko Lek brez prevzemnika propade, potem so svojo naložbo ocenili kot potencialno slabšo in je Novartis v njihovih očeh rešitelj njihovih naložb in so mu zato deleže pripravljani prodati po nižjih cenah.

Trg izdelovalcev zdravil se globalizira in ga obvlada nekaj največjih igralcev, zato je bilo le še vprašanje časa, kdaj bo kateri od naših farmacevtskih podjetij prišel v tuje lastništvo. Pred Lekom so se predstavniki Novartisa pogovarjali tudi s Krko, vendar se o povezavi niso uspeli dogovoriti. Razlogov je več. Prvi je, da se poslovna kultura Novartisa in Krke veliko bolj razlikuje, kot poslovna kultura Leka in Novartisa. Poleg tega naj Novartis ne bi bil posebej navdušen na sorazmerno veliko razpršenostjo dejavnosti Krke. Novomeški farmacevt ima poleg izdelovanja zdravil še močan oddelek Krke kozmetike in Krke zdravilišč. Tuji prevzemniki imajo raje podjetja, ki so izrazito usmerjena k svoji osnovni dejavnosti. Novartis bi si s prevzemom Krke pridobil vstop na trge vzhodnoevropskih držav. Lek pa je prav v tistem času pripravljaval Amoksiklav, ki naj bi bil v naslednjih letih njegov paradni konj predvsem v ZDA. To se je izkazalo kot dobra poteza, saj so v začetku tega leta prodajo močno povečali in po nekaj letih prehiteli Krko. Lek je imel pri lansiranju Amoksiklava že podporo Novartisa. Takoj po začetku prodaje je angleški Glaxsmithkline vložil tožbo, češ da je bila sestavina ukradena njim. Novartis jim bo s svojo odvetniško zasedbo (200 odvetnikov) v veliko pomoč.

Tudi uprava Leka je bila prevzemnikom bolj naklonjena kot Krkina. Znani so pozivi predsednika uprave Leka Metoda Dragonje v javnosti, naj delničarji ponudbo sprejmejo, ker bo ta povezava zmagovalna. V svojih izjavah je včasih celo pretiraval. »Rast prodaje bi lahko zagotavljal še približno dve leti, potem pa bo najverjetneje proizvodnja generikov prišla v recesijo. Na trgu bodo postala pomembna nova področja, predvsem razvoj biofarmacevtskih izdelkov ipd. Lek je na to področje vstopil sorazmerno pozno, zato je sinergija z Novartisom še toliko večja. Švicarji so se s tem začeli ukvarjati pravočasno (Novkovič, Pinterič: 2002, 28).« Pravilnost

takega razmišljanja je zanikal direktor Novartis Generics, Christian Seiwald. Bilo je jasno, da je šlo za pridobivanje javnega mnenja o koristi prevzema.

6.1.3. Kronologija prevzema Leka

23.8.2003 je Ljubljanska borza objavila obvestilo, da je neznani ponudnik povabil upravo Leka k pogajanju o nakupu vseh delnic Leka. To informacijo je javnost prejela v petek in v ponedeljek je cena delnic že preseгла 90.000 tolarjev, saj je ljubljanska borza umaknila 10% omejitve gibanja tečaja delnic Leka (v petek je znašala še 66.000 tolarjev). Naslednji dan se je izvedelo, da se z Lekom pogaja švicarski Novartis. V ponudbi za odkup delnic so ponudili 95.000 tolarjev. Največji delničarji s ponudbo niso bili zadovoljni, zato so se začeli združevati, da bi preprečili prevzem po ponujeni ceni. Še posebej močno vlogo sta odigrala oba paradržavna sklada, ki sta skupaj z nekaterimi pidi obvladovala več kot 50% Lekovih delnic, kar pomeni, da bi skupaj s še nekaterimi večjimi delničarji lahko preprečili prevzem. Poleg tega sta najela tudi znano svetovalno hišo za farmacevtsko panogo, Nomura, ki je vrednost Lekovih delnic ob prevzemu ocenila na 115.000 tolarjev. Novartis je po zadnjih pogajanjih pred skupščino delničarjev ponudbo zvišal na 98.000 tolarjev vendar bi v tem primeru plačal v evrih, kar pomeni, da se cena za naše delničarje praktično ni spremenila, saj so le prišteli stroške konverzije v tolarje. 19.10.2002 je Novartis pripravil novo ponudbo za prevzem in za Lekove delnice ponudil 105.000 tolarjev, kar so delničarji sprejeli in prevzem je uspel. 18.11.2002 se je ponudba iztekla in Novartis je dobil več kot 99 odstotkov Lekovih delnic. Na prvi skupščini delničarjev so se novi lastniki odločili delnice Leka umakniti iz borzne kotacije.

6.1.4. Vloga Ljubljanske borze vrednostnih papirjev

Za razliko od pivovarske vojne je pri prevzemu Leka Ljubljanska borza občutila, kaj pomeni izguba tako pomembne in likvidne delnice za trg kapitala. Tržna kapitalizacija Lekovih delnic je ob prevzemu znašala 203 milijarde tolarjev, kar je pomenilo 9,3% celotne tržne kapitalizacije Ljubljanske borze konec leta 2002 (Mastnak, 2003: 4). Novartisu so v zameno za izgubo Lekovih delnic predlagali zamenjavo delnic, kar pomeni, da bi na naši borzi kotirale tudi delnice Novartisa, kar pa so slednji zavrnil. Po prevzemu Leka in umiku delnic je Ljubljanska borza postala bolj aktivna v

poskusu oživitve primarnega trga kapitala. Sekundarni trg kapitala je namreč zaradi visokih tečajev postal nezanimiv in vse več institucionalnih vlagateljev se je odločilo sredstva naložiti na tuje borze, kar je povzročilo padec tečajev delnic v kotaciji in zelo skromen promet.

6.1.5. Vloga države

Država je bila v prevzemu Leka udeležena prek obeh paradržavnih skladov. Znova se je pokazalo, da se ubadeta z likvidnostnimi težavami in zato ni bilo vprašanje ali prodati ali ne, temveč predvsem, po kaki ceni. Oba sklada sta z združitvijo še nekaterih delničarjev uspela izsiliti nekoliko višjo ceno kot jo je sprva ponudil Novartis, kar so imeli za velik uspeh, saj je Metod Dragonja pred pogajanji javno povedal, da bo vsakemu delničarju, ki bo uspel zvišati prevzemno ponudbo čestital. Tokrat sta za razliko od pivovarske vojne oba sklada nastopila ubrano. Državni vrh se je skušal uradno distancirati od prevzemne igre.

6.1.6. Vloga malih delničarjev

Mali delničarji so v tej zgodbi nastopali neorganizirano. Glavni vzrok je, da je bilo med njimi veliko certifikatskih delničarjev, ki z delničarstvom nimajo izkušenj. V tej zgodbi so bili sicer zmagovalci, večje vprašanje pa je, kaj bi bilo, če Novartis na tako izsiljevanje večjih lastnikov ne bi pristal. V tem primeru bi verjetno ostali brez vsega, saj združeni domači delničarji ne bi podali ponudbe za prevzem. Pričakovati je bilo tudi, da bodo svoje naložbe prodali, enako pa se pričakuje tudi pri vseh naslednjih prevzemih.

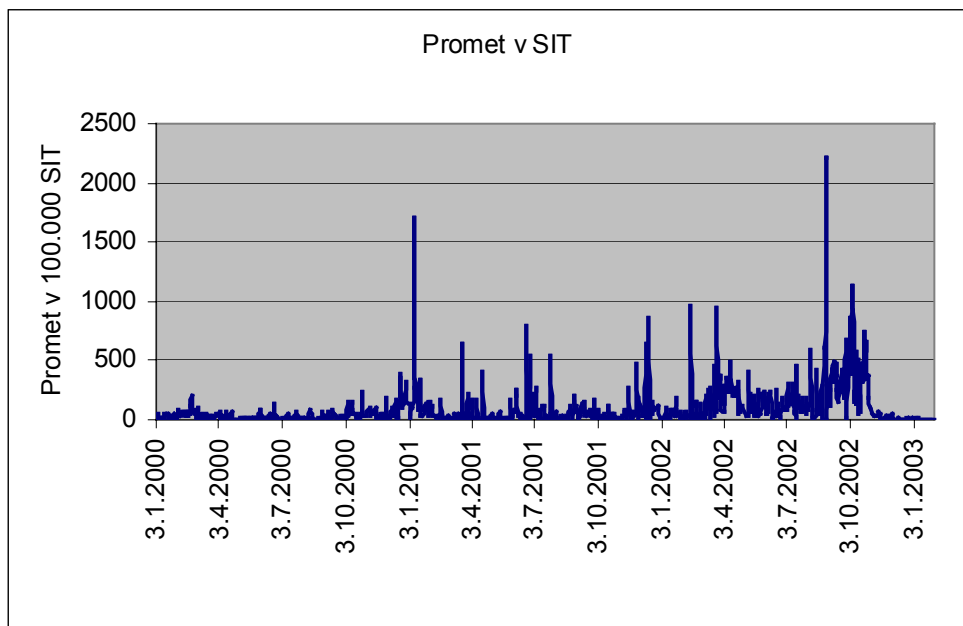
6.1.7. Vloga regulatorja.

Novartis je oddal ponudbo za odkup vseh delnic Leka, preden je za pogajanja izvedela javnost. Čeprav do večjih kršitev zlorabe notranjih informacij na videz ni prišlo je ATVP osumila kar 200 vpletenih. Sodnega epiloga zgodba po pričakovanjih še ni dobila.

6.1.8. Posledice prevzema

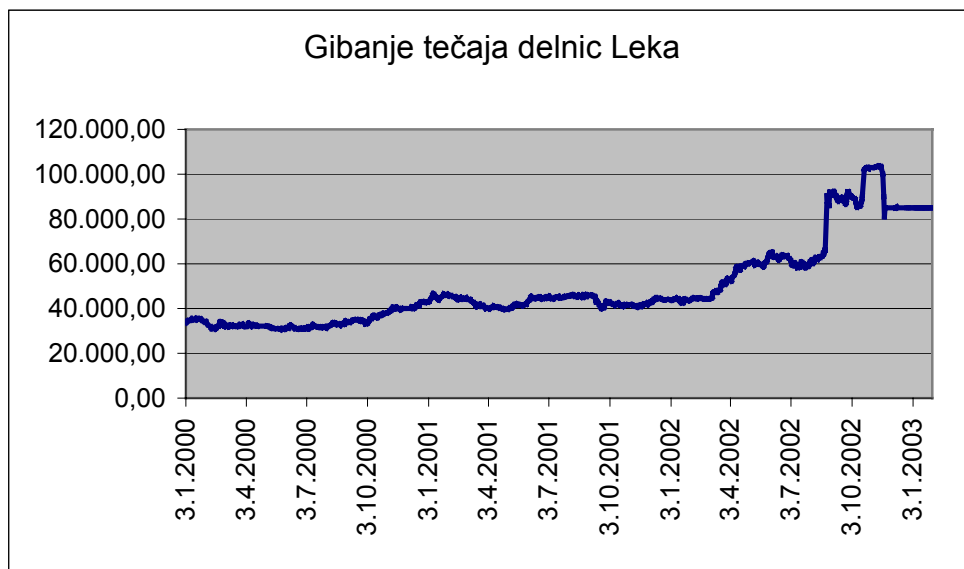
Kratkoročno je prevzem pomenil veliko rast cen delnic in prometa, kar prikazujeta tudi grafa 4 in 5. To potrjuje našo hipotezo, da bodo prevzemi večjih slovenskih podjetij kratkoročno povzročili velike skoke cen delnic in prometa, srednjeročno bodo za trg kapitala značilna velika nihanja, kar kažeta graf 4 in 5, dolgoročno pa bodo povzročali počasno rast cen delnic na borzi. Potrdimo lahko tudi drugo hipotezo, ki govori o tem, da je hiter razvoj trga kapitala in njegov počasni zaton omogočil specifični način privatizacije. Paradržavna sklada Kad in Sod morata svoje naložbe prodajati, mali večinoma certifikatski delničarji pa bodo ob ugodni ponudbi svoje naložbe tudi prodali. Večja slovenska podjetja pa bodo, če sodimo po dosedanjih prevzemih, v prihodnje dobila strateškega partnerja, nestabilne lastniške strukture, ki vladajo pri nas, pa se bodo počasi razbile.

Graf 4: Promet z delnicami Leka od 3.1.2000 do 3.1.2003



Vir: www.ljse.si

Graf 5: Gibanje tečaja delnic Leka od 3.1.2000 do 3.1.2003



Vir: www.ljse.si

6.2. Pivovarska vojna

6.2.1. Začetki povezovanj

Za pivovarsko panogo so značilne številne kapitalske povezave in koncentracija v panogi. Pivovarna Union in Laško sta v preteklosti precej prevzemala, poleg tega pa so bili ljubljanski pivovarji naklonjeni predvsem povezavam s tujimi strateškimi partnerji. Oglejmo si kratko kronologijo dogodkov od začetka leta 2000, ko so na Ljubljanski borzi začele kotirati delnice Uniona, do danes.

Delnice pivovarne Union so bile v borzno kotacijo A sprejete 23.2.2000. Uprava je predstavila tudi politiko poslovanja in napovedala, da so do strateških partnerstev pozitivno naravnani. Bolj so bili naklonjeni tujim strateškim partnerjem. Bistven argument je, da sta tako Laško kot Union v svetovnem merilu mala proizvajalca piva, saj imata vsak po manj kot 0,1% tržni delež v vsej prodaji piva na svetu. Zato so v upravi pivovarne Union presodili, da bi bilo bolj kot z domačim smiselno povezovanje s tujim strateškim partnerjem (Pust 2000:9).

Obe slovenski pivovarni sta v zadnjih letih tudi sami prevzemali, tarče pa so bile pivovarne in proizvajalci pijač doma in v državah nekdanje Jugoslavije. Pivovarna Laško je prevzela Splitsko pivovaro, Pivovarna Union pa je kupila 12% delež v Sarajevski pivovari. V Sloveniji je uprava Pivovarne Union želela prevzeti podjetje brezalkoholnih pijač Fructal iz Ajdovščine, kar jim je kasneje s sovražnim prevzemom tudi uspelo (uprava Fructala je prevzemu namreč nasprotovala). Podobno je Pivovarna Laško (ne sovražno) prevzela Radensko. Tako sta na Slovenskem trgu pijač nastala dva pola, ki pa nista bila le pivovarska, temveč sta vključevala tudi proizvajalce brezalkoholnih pijač. Prvi se je oblikoval okoli Pivovarne Laško in Radenske, drugi pa okoli Pivovarne Union ter Fructala. Začeli so se pogovori o združitvi obeh, vendar nobena stran nikoli ni pokazala dovolj želje, poleg tega bi bil ta holding lahko sporen zaradi monopolnega položaja na slovenskem trgu. Ko skupni prihodki povezujočih se podjetij pred obdavčitvijo na slovenskem trgu presegajo 8 milijard tolarjev ali ko skupni delež na ustreznem trgu presega 40%, Urad za varstvo konkurence preuči legalnost prevzema.

Uprava Uniona je prevzemu s strani Laščanov vseskozi nasprotovala, ker so sumili, da bi prevzemnik njihovo tovarno enostavno zaprl. Laščani so to možnost večkrat zanikali, čeprav je Pivovarna Union laške obrate leta 1927 že zaprla (Šmuc, 2001:24) in so se pivovarji iz Ljubljane maščevanja upravičeno bali. Čeprav je uprava Laškega vseskozi zatrdila, da se želi povezati s Pivovarno Union, so Laščani zavrnili ponudbo o ustanovitvi holdinga, ki ga je predlagala uprava ljubljanske pivovarne pred šestimi leti.

6.2.2. Začetek prevzemnih aktivnosti

Poleti so se začele v medijih pojavljati špekulacije o tem, koliko bi Laščani potrebovali za nakup 25% deleža v Ljubljanski pivovarni. Takrat bi po ceni med 50 in 60 tisoč tolarji za delnico Laščani morali odšteti približno 6 milijard tolarjev. Poznavalci so trdili, da denarja za tak podvig nimajo, čeprav so v vseh dosedanjih širitvah uporabili kar 75% lastnega kapitala. To pomeni, da bi se za nakup deleža pri tekmecu lahko tudi dodatno zadolžili.

12. julija je bil na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev rekordni promet z delnicami Uniona v višini 7.2 milijarde tolarjev, vrednost delnic pa je v enem dnevu iz 40.000 zrasla na 47.000 tolarjev (www.mladina.si/mednik/200201/clanek/union). Pivovarna Laško je dobila 24,99 odstotkov Unionovih delnic. Uprava Uniona se je odzvala tako, da so začeli pogajanja z belgijskim Interbrewom, ki je pred tem že kupil pivovarno v Banjaluki, za katero se je potegovala tudi Pivovarna Laško. Delnice Uniona so ob tej novici začele znova rasti in so konec septembra prebile mejo 63.000 tolarjev. Ko je Pivovarna Laško kupila 24,99% delež v Unionu, bi lahko podali tudi ponudbo za prevzem in bi 51% delež morda dosegli takoj. Uprava Laškega tega ni storila. Glavni razlog naj bi tičal v tem, da sta oba sklada tiho zatrdila, da deleža ne bosta prodajala vsaj še tri leta. V Pivovarni Laško so upali, da bodo ustanovili slovenski holding pijač in na ta način obvladali 90% domačega trga. Interbrew je 19. novembra podal ponudbo za prevzem v višini 73.000 tolarjev za delnico, ki pa ni bila uspešna, saj je tržna cena delnic na borzi takrat znašala že več kot 74.000 tolarjev. Ker se oba sklada še nista odločila, je Interbrew 18. decembra objavil novo ponudbo za prevzem po ceni 80.500 tolarjev za delnico (www.mladina.si/mednik/200201/clanek/union). A Laščani niso smeli odnehati, saj bi jih poraz drago stal. Za širitev na trge držav

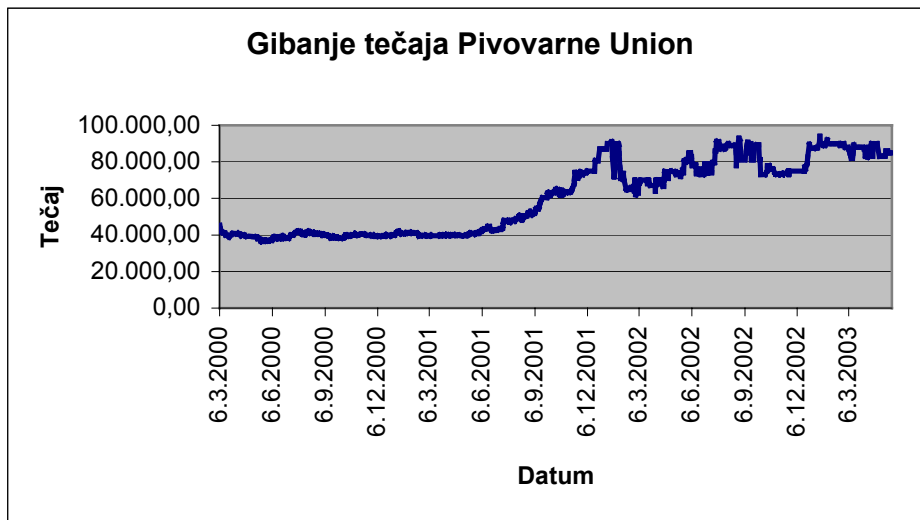
nekdanje Jugoslavije morajo imeti pokrit hrbet na domačem trgu, poleg tega bi oslabiljeni zaradi visokih stroškov financiranja prevzema Pivovarne Uniona hitro padli v roke tuji multinacionalki, kot je denimo Heineken, ki so jo mediji večkrat omenjali, kot možnega kandidata za prevzem Laške pivovarne.

Uprava Interbrewa se je odločila (v upravi so poudarili, da ponudbe 80.500 tolarjev ne nameravajo zvišati) zadnjo ponudbo zvišati na 87.000 tolarjev. Za tem je Pivovarna Laško Kapitalski družbi poslala ponudbo za nakup delnic po ceni 87.500 tolarjev. Kad in Sod sta imela namreč pomemben delež v pivovarni Union (Sod 12,2% , Kad 10,3%), deleža pa sta imela tudi v Laški pivovarni. Zato sta bila v nezavidljivem položaju. Kasneje se je izkazalo, da ga nista najbolj obvladala. Na skupščini delničarjev je Kad kot delničar Pivovarne Laško podprl načrt dokapitalizacije, nato pa so svoj delež v Unionu prodali Interbrewu, kar se zdi nesmiselno. Ko je sod 21. decembra Laščanom 12,2% delež prodal, se je zgodil preobrat v pivovarski vojni (www.mladina.si/mednik/200201/clanek/union). Pivovarna Laško je imela s spornim deležem, ki so ga pridobili od Soda, kasneje veliko težav. Čeprav jim Urad za varstvo konkurence sprva ni dovolil upravljanja z 41% glasov, je sodišče ta sklep kasneje razveljavilo.

Laško ima skoraj 48% delnic Uniona (Uradno le 24,12%, saj je Pivovarna Laško del svojega deleža v Pivovarni Union prodala za približno 75.000 tolarjev Gorenju, Radenskin delež pa so prodali Pidu Infond Zlat). Študijo o morebitnih vplivih je za Laško naredil Veljko Bole, za Interbrew pa sta jo izdelala Klemen Podobnik in Boštjan Antončič. Rezultati so bili nasprotni. Interbrewovca sta ugotovila, da bi združeni pivovarni omejili konkurenco,

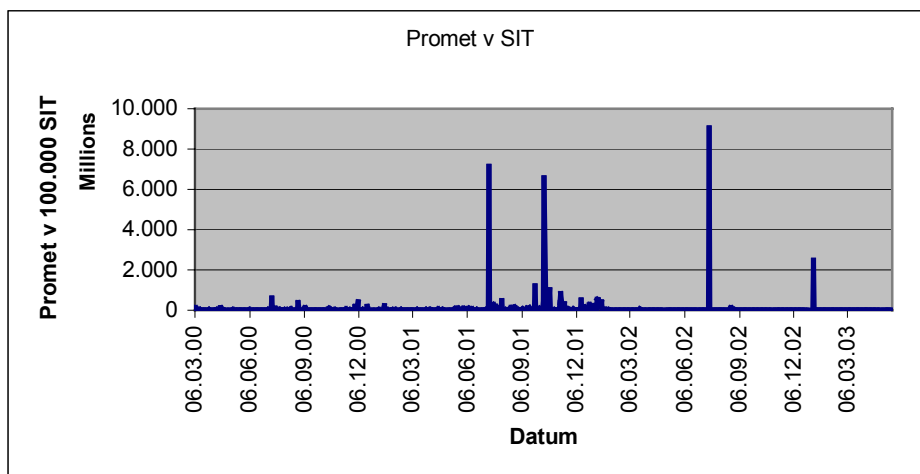
Na podlagi grafov 6 in 7 lahko podobno kot pri prevzemu Leka ugotovimo, da prevzemne aktivnosti dvignejo cene delnic prevzetega podjetja in promet.

Graf 6: Gibanje cen delnic Pivovarne Union od 3.1.2000 do 19.5.2003



Vir: www.ljse.si

Graf 7: Gibanje prometa z denicami Uniona od 3.1.2000 do 25.9.2003



Vir: www.ljse.si

6.2.3. Vloga Ljubljanske borze vrednostnih papirjev

Borba za prevzem Pivovarne Union Ljubljanske borze ni prizadela. En lastnik si ne bo mogel pridobiti tako pomembnega deleža, da bi umaknil delnice Uniona iz borze. Drugo vprašanje pa je, koliko bodo likvidne, saj jih tako Interbrew kot Laško ne bosta prodajala. Borza je pri prevzemanju Pivovarne Union posredovala le nekajkrat in

sicer tako, da je za določen čas zaradi nevarnosti o neenaki obveščenosti vseh delničarjev ustavila trgovanje z delnicami Uniona.

6.2.4. Vloga države

Država je bila v pivovarski vojni udeležena prek obeh paradržavnih skladov. Poleg tega so se vmešali tudi poslanci Državnega zbora, ki so vložili peticijo, da je treba delež prodati Pivovarni Laško. Nad peticijo se je še posebej jezil takratni premier Janez Drnovšek. Sod je svojo naložbo prodala Laškemu, kar ni bilo v skladu s politiko vodstva države, zato so razrešili direktorja Sod-a Antona Končnika. Kad je svoj delež prodal Interbrewu, kar priča o neodločnosti in neuskkljenosti paradržavnih skladov. Velika neznanka ostaja tudi podpora Kad-a o dokapitalizaciji na skupščini Laškega. Če je bila strategija uprave Laškega prevzeti Union, in sta sklada temu nasprotovala, bi bilo bolj logično, da bi bila ob predlogu dokapitalizacije na skupščini delničarjev v Laškem glasovala proti, kot pa, da sta sklep podprla, kasneje pa delnice prodala tekmeču (Pinterič, 2002:63). Zagovorniki nacionalnega interesa poudarjajo, da je pivovarska industrija dokaj enostavna obrt, ki lahko ostane v slovenskih rokah.

6.2.5. Vloga regulatorja trga kapitala

ATVP v primeru prevzema Uniona ni posredovala, čeprav so mediji opozarjali predvsem na podjetje Mond grafika. Lastnik Mond grafike, sin Frančiške Hunjet, članice uprave v Pivovarni Union je leta 2001 ustvaril 197 milijonov tolarjev čistega dobička, potem, ko ga je še leta 2000 le 4 milijone tolarjev. Iz poslovanja so ustvarili 43,6 milijona tolarjev izgub, prihodki iz financiranja pa so znašali 256,2 milijona tolarjev. Donosnost na kapital je bila torej skoraj 57% (Dekleva, Štajner: 2002, 2).

6.2.6. Posledice prevzema

Dolgoročne posledice prevzema še niso znane, saj še ni zaključen. Če bi eden od tekmecev dobil večinski delež in bi ostale delnice ostale razporejene med različnimi lastniki, bi to pomenilo, da delnic ne bodo umaknili iz organiziranega trga, če pa bi en tekmeč dobil podporo 90% zastopanega kapitala na skupščini, bi lahko delnice celo

umaknil. Kratkoročno je prevzem povzročil velik dvig cen delnic Uniona in indeksa SBI 20, prav tako se je zelo povečala likvidnost delnic.

Tabela 9: Kronologija prevzema Pivovarne Union

| Leto | Dogodek |
|-------------|---|
| 2000 | <ul style="list-style-type: none"> - Za 11 milijard tolarjev odkupi 83 odstotni delež v Radenski. - Prodaja 10.000 lastnih delnic Raiffeisen Zentralbank, kasneje še 50.000. - Pivovarna Laško in Radenska odkupita večinski delež v Preradi. Pivovarski del obdržijo, ostalo pa prodajo Žitu. |
| 2001 | <ul style="list-style-type: none"> - Kupi 24, 99% delež v Pivovarni Union. - Radenska Gorenju in Infond Zlatu proda 13,3 odstotni delež pivovarne Union. - Pivovarna Laško od SOD kupi 12,2 % Pivovarne Union. |
| 2002 | <ul style="list-style-type: none"> - Pivovarna Laško kupi dodatnih 21.,94% delnic Pivovarne Union. - Pivovarna Laško izvede dokapitalizacijo in izda 2,2 milijona novih delnic, doslej jih je bilo 6,3 milijona. |
| 2003 | <ul style="list-style-type: none"> - Pivovarna Laško kupi 24,98% delnic dela. |

Vir: Povzeto po Nidorfer, 2003: 22

ZAKLJUČEK

Značilnosti, ki determinirajo nadaljnji razvoj trga kapitala v Sloveniji, so: Število delničarjev se zmanjšuje, šibka vloga nadzornih organov, pomembni deleži paradržavnih skladov v večjih slovenskih podjetjih in nestabilna lastniška struktura, kratek čas delovanja kapitalskega trga, slabo razvit primarni trg kapitala pri nas in nejasna prihodnost.

Ob začetku privatizacije je bil delničar vsak Slovenec, konec leta 2000 je bilo po podatkih KDD v Sloveniji 1.250 tisoč delničarjev, konec leta 2002 le še en milijon. To dokazuje tezo, da se lastniška struktura konsolidira in da certifikatski delničarji ob ugodni priložnosti svoje naložbe prodajo.

Za učinkovito delovanja kapitalskih trgov so pomembni predvsem trije elementi: likvidnost in varnost naložb ter donosnost vrednostnih papirjev. Za zaupanje skrbijo varnost in transparentnost trgovanja, za likvidnost ugodne razmere za trgovanje, za donosnost pa predvsem odločitve posameznikov o vrstah naložb. Zaupanje si želi Ljubljanska borza vrednostnih papirjev pridobiti predvsem z uvajanjem, jasnejših načinov poročanja in transparentnostjo, poleg tega ima tu ključno vlogo Agencija za trg vrednostnih papirjev. Ljubljanska borza je zato uvedla nova pravila poročanja, in kodeks upravljanja podjetji, kar naj bi izboljšalo položaj in obveščenost vseh delničarjev. S prvimi prevzemi podjetij se je pojavilo tudi vprašanje zlorabe notranjih informacij, oziroma insajderstva. Do sedaj še ni prišlo do pravnomočne obsodbe zaradi zlorabe notranjih informacij. To vlagateljem ne daje velike spodbude za udeležbo na kapitalskih trgih, kar ne spodbuja k večji likvidnosti vrednostnih papirjev. Največ nepravilnosti so nadzorni organi opazili pri prevzemu Pivovarne Union, Leka, BTC, SIB banke in ostalih. Nov predlog Zakona o prevzemih opredeljuje nekoliko pomembnejšo vlogo ATVP, poleg tega pa za kršitelje predvideva višjo kazen, do 50 milijonov tolarjev.

Veliko nezaupanja med vlagatelji na Ljubljanski borzi so povzročili tudi Pidi. Ta oblika finančnih institucij evropskim kapitalskim trgom ni poznana, a tudi pri nas se bodo morali preoblikovati. Še posebej sporne so bile njihove naložbe v netržne vrednostne

papirje in naložbe, kjer so družbe za upravljanje obvladale večinski delež, postavile uprave, ki so delale v njihovem interesu in ne v interesu vseh delničarjev. Zato nekateri strokovnjaki opozarjajo, da bi morali pooblaščenice investicijske družbe netržne vrednostne papirje prodati in jih zamenjati za tržne, ter se preoblikovati v vzajemne sklade in ne v finančne holdinge, kot se sedaj dogaja. Posebno nevarnost za vlagatelje predstavlja tudi to, da holdingi niso pod nadzorom ATVP, zato zaupanja v pidovske delnice ni, kar se odraža tudi v nizkih cenah pidovskih delnic, ki so v zadnjem času zaradi velike podcenjenosti v primerjavi s knjigovodsko vrednostjo nekoliko zrasle.

Pri razlagi razvoja trga kapitala v Sloveniji ne moremo mimo obeh paradržavnih skladov. Obe instituciji sta nastali v procesu lastninskega preoblikovanja podjetij in danes predstavljata pomemben sestavni del slovenskega kapitalskega trga. Težava nastaja predvsem zato, ker se v upravljanju teh deležev prepletata ekonomski in politični interes. Poleg tega ima Kad v svojem portfelju še vedno 260 naložb, Sod pa približno sto manj, kar pomeni, da ne more vseh učinkovito spremljati. Jasno je, da bosta morala oba sklada svoje naložbe prodati. Kad bo svoje mesto v prihodnje zasedal kot institucija, ki bo upravljala sklade dodatnega pokojninskega zavarovanja.

Sod ima več težav, saj mora svoje naložbe nujno prodati in na ta način poplačati odškodnine iz naslova denacionalizacije. V Sod-u ocenjujejo, da se bo kumulativni primanjkljaj premoženja družbe gibal v razponu 950 milijonov evrov do 1.420 milijonov evrov in vključuje tako nominalno višino odškodnine iz naslova denacionalizacije kot pripadajoče 6% letne obresti na izdane obveznice. Zato že pripravljajo strategijo prodaje premoženja do leta 2006.

Velik razlog za nejasno vlogo trga kapitala in nadzornih organov je tudi v kratkem času obstoja našega kapitalskega trga. ATVP šele z novim Zakonom o prevzemih dobiva nekaj več pristojnosti, podjetja s konsolidacijo lastništva dobivajo aktivnejšo lastniško strukturo, število delničarjev se manjša, kar daje slutiti, da bo naš trg kapitala zaživel. Po drugi strani pa prav hiter vzpon zaradi prevzemov predstavlja največjo nevarnost. Praksa kaže, da lastniki po konsolidaciji delnice prevzetega podjetja umaknejo iz kotacije (BTC, LEK, SKB banka...). Če predpostavljamo, da je trenutna lastniška struktura le začasna, lahko napovemo, da bo delnic, ki bodo

kotirale na borzi čedalje manj. Z ožanjem pa se bo zaradi manjšega števila zanimivih naložb in nesposobnostjo vzajemnih skladov, ki imajo lahko le 10% posamezne naložbe v portfelju, zmanjšala tudi likvidnost, poleg tega bo likvidnost manjša zaradi odliva kapitala na tuje trge, ki so predvsem zaradi večje likvidnosti zanimivejši za večje vlagatelje. To predstavlja resno težavo za Ljubljansko borzo, ki se že išče rešitev. Kljub njihovim naporom je leta 2002 borzo zapustilo 19 podjetij. Od začetka leta je na ljubljanski borzi še 10 delnic manj.

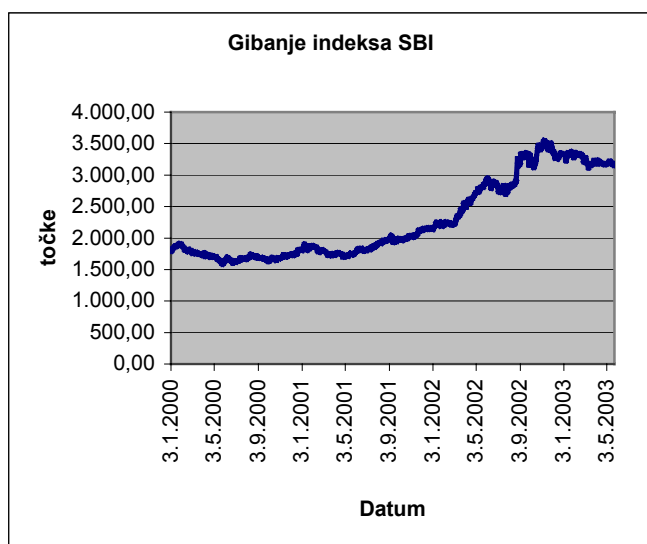
Primarni trg je še vedno nerazvit, saj se podjetja večinoma ne odločajo za pohod na borzo. Vzroka, da se podjetja odločajo za kotiranje na borzi, sta predvsem dva. Na ta način lahko podjetje pridobi (v primeru, da so izčrpali vse ostale možnosti financiranja) dodatna sredstva za naložbe, lahko pa je to priložnost, da obstoječi lastniki izstopijo iz lastniške strukture in podjetje prepustijo drugemu institucionalnem lastniku. Lastniki hitrorastočih podjetij, ki bi bila za pohod na borzo primerna opozarjajo, da je likvidnost premajhna, izdaja novih delnic pa predraga, zato v bližnji prihodnosti ni pričakovati veliko novih delnic na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Poleg tega do oživitve primarnega trga kapitala ne bo prišlo, saj imajo slovenska podjetja pri širitvi še vedno razmeroma visok delež lastniškega kapitala. Izjema je trgovinska panoga, kjer imata denimo Merkur in Mercator sorazmerno visok delež dolžniškega kapitala v financiranju naložb.

V dobrih desetih letih je Ljubljanska borza vrednostnih papirjev doživela številne prevzeme, ki so trg pošteno razburkali. Na osnovi preteklih dogodkov lahko hipotezo, ki govori, da je hiter razvoj kapitalskega trga povzročil specifičen način privatizacije potrdimo. Če bi se uveljavil kateri drugi sistem, denimo sistem menedžerskih odkupov, kjer bi deleže dobila uprava in lastniki trg kapitala verjetno ne bi zaživel. Če pogledamo primer BTC, se lepo vidi, da lastniki ob koncentraciji lastništva umaknejo delnice z borze in trgovanja ni več.

Grafi 4, 5, 6 in 7 kažejo, da prevzemi povzročijo velika nihanja v cenah delnic in prometu. Dobri poslovni rezultati in novice o drugih poslovnih uspehih niso bistveno premaknili cen delnic, medtem ko prevzemi cene in povpraševanje po delnicah takoj dvignejo, kar pomeni, da so predvsem prevzemi gibalno rasti tečajev na Ljubljanski borzi. Seveda je sekundarna posledica prevzemov večjih družb običajno ponoven

padec cen delnic, vendar ne na raven pred prevzemom, kar pomeni, da bodo tečaji dolgoročno rasli. Zato lahko hipotezo, ki govori o tem, da bodo prevzemi kratkoročno pomenili nihanje, dolgoročno pa rast cen delnic na borzi, potrdimo, kar kaže tudi graf 8.

Graf 8: Gibanje indeksa SBI 20 od 3.1.2000 do 3.5.2003



Vir: www.ljse.si

Tudi tretjo hipotezo, da bodo prevzemi dolgoročno ogrozili naš trg kapitala, lahko potrdimo. Ko gre za prevzeme največjih slovenskih podjetij, so kot prevzemniki udeleženi tuji vlagatelji, ki kupijo večinski delež, nato pa delnice s sklepom skupščine delničarjev umaknejo iz trga. Tako je v sestavi indeksa SBI 20 vsako leto manj delnic. Tudi likvidnost je slaba, kar odvrča male vlagatelje. Poleg tega se pripravlja nova davčna zakonodaja, ki ne bo spodbujala vlaganja v vrednostne papirje, saj ostaja rok in višina obdavčenja v predlogu Zakona o dohodnini nespremenjena, kar ni spodbudno. Tudi vzajemni skladi vse pogosteje kupujejo delnice na tujih trgih, ki so bolj likvidni. Kaj pa podjetja? Zaradi drage primarne izdaje in nezanimanja na trgu kapitala nimajo kaj iskati, zato novih družb na borzi ni, pa čeprav se že nekaj let omenjajo kandidatke.

Kdo torej potrebuje naš trg kapitala? Delničarji in podjetja, ki iščejo alternativne vire? Delničarji bodo prišli do zadovoljitve, ko bo prišel tuj prevzemnik, domača podjetja še niso pretirano zadolžena in lahko uporabljajo druge oblike financiranja svojih naložb,

ki so stroškovno, proceduralno in davčno ugodnejši, lastniki pa zaradi skromne likvidnosti ne morejo izstopiti, razen če njihovega podjetja ne kupi tuj strateški partner.

VIRI

1. Basle, Andreja (2003): Grandiozni načrt Toneta Turnška, Gospodarski vestnik 11: str. 18
2. Bekier, Matthias M, Anna Bodardus, Tim Oldham (2001): Why mergers fail, McKinsey Quarterly
3. Čas, Miloš, Simona Jamnik (2000): Borzno pravo, Gospodarski vestnik, Ljubljana
4. Dekleva Humar, Bojana Štajner (2002): Ogromni kapitalski dobički Hunjeta mlajšega, Finance 143: str. 2
5. Dowes, John, Goodman E. Jordan (1991): Dictionary of Finance and Investment terms. Hauppauge: Barron's Educational Series, str. 201.
6. Gaughan, Patrick (1996): Mergers, Acquisitions and corporate restructuring. New York: John Wiley&sons, Inc.
7. Grahek, Andraž (2003): Lek Novartisov generični joker, Finance 139: str. 8
8. Janževič, Uroš (2001): Status in vloga agentov in principalov v slovenskih delniških družbah, magistrsko delo, FDV
9. Koražija, Nataša (2003): Nadzorni sveti pod vplivom uprav, Manager 2: str. 58
10. Krajnc, Jure (2003): Počistili bomo trg, Kapital 307: str. 28
11. Lahovnik, Matej (2000): Strateški dejavniki priključitev podjetij v tranziciji, doktorska dizertacija, EF
12. Lahovnik, Matej (2002): Podjetja brez stabilne lastniške strukture. Sobotna priloga Dela (21. 9. 2002): str. 12

13. Lorange, Peter, Kotlarchuk, Eugene, Singh, Harbir (1987): Corporate Acquisitions: A Strategic Perspective, V Rock M. L.: The Mergers and Acquisitions Handbook. New York: Mc Graw-Hill Company, str. 3-13.
14. Mastnak, Simon (2003): Leto, kot ga še ni bilo, Bilten Ljubljanske borze 23: str. 4.
15. Mramor, Dušan (2000): Trg kapitala v Sloveniji, Gospodarski vestnik, Ljubljana
16. Mt, K (2003): Gallileo petič prvi med primerljivimi svetovnimi skladi, Finance 35: str. 2
17. Nidorfer, Matjaž (2002): Od kod pivovarni Laško denar, Gospodarski vestnik 11: str. 24
18. Novkovič, Goran, Jan Pinterič (2002): Novartis ne bo čakal, Gospodarski vestnik 36: str. 28
19. Petrič, Tine (2003): Čas za programe lastništva zaposlenih, Manager 1: str. 38.
20. Pinterič, Jan (2002): Lek ali Krka? Nobenega dvoma ni bilo, Gospodarski vestnik 38: str. 32
21. Pinterič, Jan (2002): Nihče ni prevelik za prevzem, Gospodarski vestnik 51: str. 63
22. Pravilnik o pogojih, ki jih morajo izpolnjevati banke za pridobitev pozitivnega mnenja k opravljanju poslov z vrednostnimi papirji, Uradni list RS 6, 1994
23. Pust, Borut (2000): Pivovarji bi se povezovali- tudi med seboj?, Finance št 14: str. 9
24. Rus, Andrej (2003): Dokazovanje ega, nadarjenosti in ambicij, Manager+ 1, str. 8

25. Smrekar, Tanja (2001): Pivovarna Laško je za Union ponudila več kot Interbrew, Finance 210: str. 2
26. Steans, Brewster Linda, Allan D. Kenneth (1996): American Sociological Review 61, str. 699-718
27. Šmuc, Sonja (2001): Zgodba o ranjenem egu, Gospodarski vestnik 47: str. 24
28. Šmuc, Sonja (2003): Nova Savina strategija: brez milosti, Manager 6, str. 26
29. Šubic, Petra (2002): Najbolje plačani mladi poslovneži, Gospodarski vestnik 38: str. 78
30. Thomson J. Neil (1996): Takeovers and Acculturation: Linkages from east German Privatisation to Workforce Intergration. Journal for European Management Studies, Chemniz, str. 25.
31. Useem, Michael (1993): Shareholder Power and the Struggle for Corporate Control. Explorations in Economic Sociology, New York, Russell Sage Foundation
32. Usenik, Boštjan (2001): Ni interesa za pregon insajderjev, Finance 125: str. 9.
33. Wright, Peter, Ananda Mukherji, Mark J. Kroll (2001): A reexamination of agency theory assumptions: extebnsions and extrapolations, The Journal of socio-Economics: str. 413
34. www.a-tvp.si (Letna poročila ATVP od 1994-2002)
35. www.mladina.si/tednik/200201/clanek/union
36. www.ljse.si
37. Zakon o prevzemih. Uradni list Republike Slovenije, Ljubljana, 1997/ 47
38. Zakon o privatizaciji pravnih oseb v lasti Sklada Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo, Uradni List Republike Slovenije 1994/ 71 in Uradni list Republike Slovenije 1995/ 57

