



REVIZIJSKO POROČILO  
O PRAVILNOSTI IN SMOTRNOSTI POSLOVANJA  
SLOVENSKE ODŠKODNINSKE DRUŽBE, D. D., LJUBLJANA  
PRI PRODAJI DELNIC DRUŽBE POSLOVNI SISTEM  
MERCATOR, D. D., LJUBLJANA V LETU 2005 DO JUNIJA 2006



*Bedimo  
nad potmi  
javnega  
denarja*



## POS LANSTVO

*Računsko sodišče pravočasno in objektivno obvešča javnosti o pomembnih odkritjih revizij poslovanja državnih organov in drugih uporabnikov javnih sredstev ter svetuje, kako naj državni organi in drugi porabniki javnih sredstev izboljšajo svoje finančno poslovanje.*

**REVIZIJSKO POROČILO**  
**O PRAVILNOSTI IN SMOTRNOSTI POSLOVANJA**  
**SLOVENSKE ODŠKODNINSKE DRUŽBE, D. D., LJUBLJANA**  
**PRI PRODAJI DELNIC DRUŽBE POSLOVNI SISTEM**  
**MERCATOR, D. D., LJUBLJANA V LETU 2005 DO JUNIJA 2006**



Številka: 1206-13/2006-50

Ljubljana, 20. junija 2007



**R**ačunsko sodišče je revidiralo *pravilnost in smotrnost poslovanja Slovenske odškodninske družbe, d. d., Ljubljana (v nadaljevanju: SOD) pri prodaji delnic družbe Poslovni sistem Mercator, d. d., Ljubljana (v nadaljevanju: družba Mercator) v letu 2005 do junija 2006.*

*Cilj revizije* je bil izrek mnenja o pravilnosti in smotrnosti poslovanja SOD pri prodaji kapitalske naložbe v delnice družbe Mercator in odločitvi za dokapitalizacijo družbe Mercator v letu 2005 do junija 2006.

Računsko sodišče je o pravilnosti poslovanja SOD pri prodaji delnic družbe Mercator izreklo *mnenje s pridržkom*, ker je ugotovilo naslednje nepravilnosti:

- postopek prodaje delnic družbe Mercator je bil izveden na način, s katerim ni bila zagotovljena preglednost postopka prodaje, kar ni v skladu s statutom SOD,
- stopnja zaupnosti za noben dokument, povezan s postopkom prodaje, ni bila določena z oznako strogo zaupno in dokumentacija o prodaji delnic družbe Mercator ni bila hranjena v skladu z določili Navodila o poslovanju z ročno blagajno in sefom,
- popis zaupne dokumentacije, ki se je nahajala v sefu na dan 31. 12. 2005, ni bil izveden v skladu z določili Navodila o poslovanju z ročno blagajno in sefom in
- vodstvo SOD aktivnosti, pomembne za njeno delovanje (prodaja delnic družbe Mercator in dokapitalizacija družbe Mercator), ni obravnavalo, kar ni v skladu s Pravilnikom o delu vodstva SOD.

Računsko sodišče glede smotrnosti postopka prodaje meni, da obstaja tveganje, da SOD ni iztržila najvišje kupnine za delnice družbe Mercator, čeprav je bil eden izmed ciljev poslovanja SOD, opredeljenih v poslovnem načrtu za leto 2005, dosegati najvišjo možno kupnino. SOD si tudi ni prizadevala za zagotavljanje boljše pogajalske pozicije in s tem ugodnejših prodajnih pogojev pri izvedbi prodaje delnic družbe Mercator kot skupne prodaje s Kapitalsko družbo pokojninskega in invalidskega zavarovanja, d. d., Ljubljana (v nadaljevanju: KAD) in ni izvajala aktivnosti preverjanja interesa pri drugih potencialnih investitorjih, pri pogajanjih ni izhajala iz skupnih izhodišč in na ponujeno ceno je pristala na podlagi neustreznih podlag. Zaradi pogodbenih določil je imela SOD razmeroma kratek rok za izvedbo pogajanj v postopku prodaje in za pripravo ustreznih strokovnih podlag za odločanje o pogojih prodaje. SOD ni imenovala skrbnika pogodbe in ni preverjala izvajanja določil pogodbe o prodaji delnic družbe Mercator. Nezadostna skrbnost SOD pri podpisovanju prodajne pogodbe je bila ugotovljena v naslednjih primerih: v pogodbo niso bila vključena dodatna sredstva zavarovanja, posamezna pogodbeno določila niso bila natančno določena in SOD pred podpisom pogodbe ni z analizami in izračuni preizkusila sprejemljivosti prodajnih pogojev.

Sodelovanje SOD s KAD ni bilo v celoti dokumentirano. Nadzorni odbor SOD je ocenil skladnost poteka prodaje z internimi akti SOD, ne da bi imel ustrezne in zadostne podlage za presojo. Upravni odbor SOD je izdal soglasje k prodaji delnic na podlagi nepopolnih informacij, in ko je podal soglasje k sodelovanju SOD v dokapitalizaciji družbe Mercator, ni imel popolnih informacij o razlogih in učinkih tega sodelovanja.

Računsko sodišče je od SOD zahtevalo, da dopolni poslovnik o delu nadzornega odbora SOD glede načina izvajanja nadzora nad zakonitostjo dela in finančnega poslovanja SOD, da dopolni poslovnik o delu upravnega odbora SOD glede načina izvajanja nalog pri prodajah kapitalskih naložb, da sprejme interni akt o določitvi skrbnikov pogodb in izvajanju skrbništva ter da sprejme interni akt za sistematično dokumentiranje poslovnih dogodkov, povezanih s prodajo kapitalskih naložb. O izvedenih popravljalnih ukrepih mora SOD v roku 90 dni predložiti računskemu sodišču *odzivno poročilo*.

Računsko sodišče je SOD *priporočilo*, naj začne postopek za spremembo statuta glede opredelitve nalog organov SOD ter natančneje določi načine in metode prodaje kapitalskih naložb, katerih knjigovodska vrednost presega v statutu določeno vrednost, naj v internih aktih, povezanih s postopki prodaje kapitalskih naložb, opredeli postopke in načine izvajanja sklepa vlade o predlogu za umik SOD iz aktivnega upravljanja podjetij, da sprejme interni akt za opredelitev načina določanja in varovanja poslovne skrivnosti na SOD, da sprejme interni akt o postopkih prodaje kapitalskih naložb, ki kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, in da dopolni Pravilnik o računovodstvu z opredelitvijo knjigovodskih listin za knjigovodsko evidentiranje poslovnih dogodkov z oznako poslovne skrivnosti.

Informacije, povezane s postopkom prodaje delnic družbe Mercator, sta pogodbeni stranki označili kot poslovno skrivnost. V revizijskem poročilu niso objavljena tista revizijska razkritja, ki po presoji SOD vsebujejo informacije, ki so poslovna skrivnost.

# KAZALO

<b>1. UVOD</b>	<b>8</b>
1.1 PREDSTAVITEV REVIZIJE .....	8
1.2 PREDSTAVITEV REVIDIRANCA.....	8
1.3 PRAVNE PODLAGE ZA UPRAVLJANJE IN PRODAJO KAPITALSKIH NALOŽB SOD .....	10
<b>2. UGOTOVITVE</b>	<b>12</b>
2.1 CILJI PRI UPRAVLJANJU Z NALOŽBAMI V LASTI SOD .....	12
2.2 NAČRTOVANJE PRODAJE KAPITALSKE NALOŽBE V DELNICE DRUŽBE MERCATOR.....	12
2.3 POSTOPEK PRODAJE DELNIC DRUŽBE MERCATOR.....	15
2.3.1 Ponudba za nakup delnic in pogajanja za sklenitev pogodbe.....	15
2.3.2 Pogodba o prodaji delnic družbe Mercator.....	17
2.3.3 Odločanje NaO SOD in UO SOD o prodaji delnic Mercatorja .....	19
2.3.4 Odločanje NO SOD .....	21
2.4 OCENA POSAMEZNIH ELEMENTOV PRODAJNE POGODBE.....	22
2.4.1 Višina prodajne cene za delnico .....	23
2.4.2 Tveganja in ustreznost zavarovanja interesov SOD v prodajni pogodbi.....	27
2.5 POSTOPEK DOKAPITALIZACIJE DRUŽBE MERCATOR.....	30
2.5.1 Odločitev za dokapitalizacijo družbe Mercator .....	30
2.5.2 Financiranje vplačila delnic za dokapitalizacijo družbe Mercator.....	32
2.6 PLAČILO IN PORABA KUPNINE .....	33
2.7 EVIDENTIRANJE NAKUPOV, PRODAJE DELNIC IN DOKAPITALIZACIJE DRUŽBE MERCATOR.....	36
2.8 PREGLEDNOST POSTOPKA PRODAJE IN POSLOVNA SKRIVNOST .....	37
2.8.1 Dokumentiranje postopka prodaje .....	37
2.8.2 Poslovna skrivnost pri prodaji delnic .....	39
2.9 SODELOVANJE SOD S KAD V POSTOPKIH PRODAJE.....	40
2.9.1 Načini sodelovanja SOD s KAD .....	40
2.9.2 Sodelovanje SOD s KAD pri prodaji delnic družbe Mercator .....	42

<b>3. MNENJE</b>	<b>44</b>
3.1    MNENJE O PRAVILNOSTI PRODAJE DELNIC DRUŽBE MERCATOR.....	44
3.2    MNENJE O SMOTRNOSTI PRODAJE DELNIC DRUŽBE MERCATOR .....	45
<b>4. ZAHTEVA ZA PREDLOŽITEV ODZIVNEGA POROČILA</b>	<b>48</b>
<b>5. PRIPOROČILA</b>	<b>50</b>
<b>6. PRILOGE</b>	<b>52</b>

# 1. UVOD

## 1.1 Predstavitev revizije

V Program dela Računskega sodišča Republike Slovenije za leto 2006 je bila vključena revizija pravilnosti in smotrnosti prodaje delnic družbe Mercator na Slovenski odškodninski družbi. Sklep o uvedbi revizije št. 1206-13/2006-3 je bil izdan 24. 4. 2006 in dopolnjen.<sup>1</sup>

Revidiranec je družba SOD. Predmet revizije je poslovanje SOD v delu, ki se nanaša na prodajo delnic kapitalske naložbe v družbi Mercator in odločitev za dokapitalizacijo družbe Mercator v letu 2005 do junija 2006.

Predmet prodaje je bilo 440.891 delnic družbe Mercator ali 13,74 odstotka vseh delnic in 106.950 delnic iz dokapitalizacije družbe Mercator.

Cilj revizije je bil izrek mnenja o pravilnosti in smotrnosti poslovanja SOD pri prodaji kapitalske naložbe v delnice družbe Mercator in odločitvi za dokapitalizacijo družbe Mercator v letu 2005 do konca junija 2006. Ocena učinkovitosti je temeljila na ravnanju SOD pri izvedbi prodaje in aktivnostih po sklenitvi prodajne pogodbe. Ocena gospodarnosti je temeljila na stroških, povezanih s postopkom prodaje delnic. Oceno uspešnosti predstavljajo ugotovitve, ki se nanašajo na izpolnjevanje ciljev, določenih v poslovnem načrtu SOD za leto 2005.

Na izrek mnenja so vplivala naslednja dejstva pri izvajanju prodajnih aktivnosti SOD:

- cilji prodaj kapitalskih naložb so določeni v poslovnem načrtu SOD za leto 2005; za prodajo delnic družbe Mercator cilji prodaje niso bili posebej določeni;
- prodaja delnic ni bila vodena na način, ki bi zagotavljal dokumentiranost vseh faz postopka;
- spremljanje izvajanja pogodbenih določil v internih aktih SOD ni urejeno, zato pravilnosti delovanja SOD na tem področju ni mogoče ocenjevati.

## 1.2 Predstavitev revidiranja

Slovenski odškodninski sklad je bil ustanovljen z Zakonom o Slovenskem odškodninskem skladu<sup>2</sup> (v nadaljevanju: ZSOS) kot finančna organizacija za poravnavo obveznosti upravičencem po Zakonu o

---

<sup>1</sup> Št. 1206-13/2006-18 dne 27. 6. 2006.

<sup>2</sup> Uradni list RS, št. 7/93, 48/94.



denacionalizaciji<sup>3</sup>, Zakonu o zadrugah<sup>4</sup> ter drugih predpisih, ki urejajo denacionalizacijo premoženja. Njegove naloge so bile kasneje razširjene na plačilo odškodnine žrtvam vojnega, povojnega nasilja in zaplembe premoženja<sup>5</sup>. Z uveljavitvijo Zakona o javnih skladih<sup>6</sup> je bil Slovenski odškodninski sklad preimenovan v Slovensko odškodninsko družbo. SOD je opredeljena kot nosilka javnega pooblastila na podlagi Zakona o lastninskem preoblikovanju zavarovalnic<sup>7</sup> ter Zakona o plačilu odškodnine žrtvam vojnega in povojnega nasilja. Za izpolnjevanje zakonsko določenih obveznosti SOD izdaja obveznice in druge vrednostne papirje ter upravlja in razpolaga z vrednostnimi papirji in drugimi sredstvi, pridobljenimi v skladu z zakonom.

Organi SOD v obdobju, na katerega se nanaša revizija, so bili:

- direktor SOD: v obdobju od 15. 11. 2004<sup>8</sup> do 10. 1. 2005 je bil direktor Goran Bizjak, od 11. 1. 2005 do 30. 4. 2005 Kaja Špiler, od 1. 5. 2005 dalje pa mag. Marko Pogačnik;
- upravni odbor (v nadaljevanju: UO SOD)<sup>9</sup>; ima sedem članov; 20. 12. 2004<sup>10</sup> je bil za predsednika imenovan Milan Podpečan;
- nadzorni odbor (v nadaljevanju: NO SOD); ima pet članov<sup>11</sup>; v obdobju od 31. 5. 2001 do 27. 5. 2005 so bili člani: Marjetka Gaberšek Golež, mag. Rina Klinar, Alojzij Metelko, mag. Janez Pušnik in Tomaž Toplak; od 27. 5. 2005: Viktor Robnik (predsednik), Robert Čehovin, Miha Klun, Jožef Kociper, Milan Kuster;
- skupščina, katere vlogo opravlja Vlada Republike Slovenije (v nadaljevanju: vlada)<sup>12</sup>.

Naložbeni odbor (v nadaljevanju: NalO SOD) kot strokovno telo skrbi za nadzor nad postopki prodaje kapitalskih naložb na SOD. NalO SOD ima naslednje pristojnosti:<sup>13</sup>

- sprejema tedenski, mesečni in kvartalni načrt likvidnosti SOD,
- obravnava in sklepa o predlogih naložbenih odločitvah pri izvajanju upravljanja s premoženjem in nalaganja prostih denarnih sredstev,
- obravnava in sklepa o predlogih prodaje kapitalskih naložb ter
- obravnava splošne smernice in gibanja na finančnih in kapitalskih trgih.

<sup>3</sup> Uradni list RS, št. 27/91, 31/93, 65/98, 66/00.

<sup>4</sup> Uradni list RS, št. 13/92, 7/93, 22/94, 35/96.

<sup>5</sup> Po Zakonu o izdaji obveznic za plačilo odškodnine za zaplenjeno premoženje zaradi razveljavitve kazni zaplembe premoženja (Uradni list RS, št. 49/99) in Zakonu o plačilu odškodnine žrtvam vojnega in povojnega nasilja (Uradni list RS, št. 18/01, 111/01, 67/02).

<sup>6</sup> Uradni list RS, št. 22/00, 60. člen.

<sup>7</sup> Uradni list RS, št. 44/02.

<sup>8</sup> Na podlagi sklepa UO SOD, št. 238I z dne 15. 11. 2004, med trajanjem svojega mandata Goran Bizjak ne sme delovati kot član UO SOD.

<sup>9</sup> UO SOD ima predsednika in šest članov, ki jih imenuje in razrešuje skupščina SOD.

<sup>10</sup> Sklep skupščine SOD z dne 20. 12. 2004.

<sup>11</sup> Člane imenuje Državni zbor Republike Slovenije (v nadaljevanju: državni zbor).

<sup>12</sup> Skupščina SOD med drugim sprejema statut, finančni načrt in zaključni račun SOD ter imenuje UO SOD in podaja soglasje k imenovanju direktorja SOD.

<sup>13</sup> Pravilnik o naložbah denarnih sredstev, ki ga je sprejel UO SOD dne 4. 4. 2003 in spremembe z dne 10. 12. 2003.

### 1.3 Pravne podlage za upravljanje in prodajo kapitalskih naložb SOD

Po določilih ZSOS je SOD pri upravljanju naložb dolžna zagotoviti ustrezen donos in likvidnost za izpolnjevanje prevzetih obveznosti za namene, določene v tem zakonu. Zakonitost dela in finančno poslovanje SOD nadzira NO SOD, ki najmanj enkrat letno poroča državnemu zboru. Na podlagi določil ZSOS je vlada sprejela spremembe in dopolnitve statuta SOD<sup>14</sup>, v okviru katerih so bili določeni kriteriji pri prodaji kapitalskih naložb SOD. V skladu s statutom mora SOD za izpolnjevanje zakonskih obveznosti upravljati s svojimi sredstvi kot dober gospodar ter pri upravljanju svojih naložb zagotoviti ustrezen donos in likvidnost. Po določilih statuta so vsi podatki družbe, ki jih ta ne nameni za sporočilo javnosti, poslovna tajnost.

V skladu s 14. členom statuta SOD je kriterij pri prodaji kapitalskih naložb odvisen od višine knjigovodske vrednosti kapitalskih naložb. Če knjigovodska vrednost kapitalske naložbe po zadnji revidirani bilanci stanja presega petkratnik revaloriziranega ustanovitvenega kapitala SOD, se smiselno upošteva načine prodaje, ki so predpisani za prodajo kapitalskih naložb države. V skladu s 67. členom Zakona o javnih financah (v nadaljevanju: ZJF)<sup>15</sup> so kapitalske naložbe delnice in deleži na kapitalu pravnih oseb. Pri prodaji finančnega premoženja države je v skladu s prvim odstavkom 80.f člena ZJF treba izbrati take metode, ki zagotavljajo optimalno doseganje ciljev prodaje, prodaja pa mora biti izvedena na način, ki zagotavlja preglednost postopkov prodaje.

Predmet spremembe statuta v letu 2001 je bil tudi 14. člen statuta<sup>16</sup>. Iz obrazložitve predloga Ministrstva za finance vladi<sup>17</sup> o spremembi tega člena, izhaja, da se kriterije določa kot konkretizacijo dela prvega odstavka 14. člena statuta zaradi posebnega pomena prodaje kapitalskih naložb in večje transparentnosti ter da so kriteriji pri prodaji kapitalskih naložb uvedeni, da bi se uporabili ustrezni transparentni postopki prodaje.

Po revidirani bilanci stanja SOD na dan 31. 12. 2004 je znašal revalorizirani ustanovitveni kapital SOD 95.397 tisoč tolarjev. Ugotovili smo, da je knjigovodska vrednost kapitalske naložbe v delnice družbe Mercator na dan prodaje 30. 8. 2005 znašala 6.870.018 tisoč tolarjev in je presegla petkratnik revaloriziranega ustanovitvenega kapitala SOD<sup>18</sup>. Pri presoji pravilnosti izvedene prodaje kapitalske naložbe v delnice družbe Mercator smo upoštevali statut SOD, ZJF, Zakon o gospodarskih družbah (v nadaljevanju: ZGD)<sup>19</sup>, Zakon o gospodarskih družbah (v nadaljevanju: ZGD-1)<sup>20</sup>, poslovnike<sup>21</sup> in sklepe UO SOD, NO SOD in Nalo SOD ter druge splošne akte.

<sup>14</sup> Št. 400-06/93-2/1-8 z dne 6. 5. 1993; vlada je spremembo sprejela 10. 5. 2001.

<sup>15</sup> Uradni list RS, št. 79/99, 124/00, 79/01, 30/02.

<sup>16</sup> Prejšnje določilo statuta je opredeljevalo kriterije za upravljanje naložb investicijskih družb po predpisih, ki urejajo vzajemne sklade, investicijske družbe in družbe za upravljanje.

<sup>17</sup> Predlog za obravnavo gradiva na seji vlade z dne 8. 5. 2001 in dopolnitev z dne 9. 5. 2001 s prilogami.

<sup>18</sup> Petkratnik revaloriziranega ustanovitvenega kapitala SOD na dan 31. 12. 2004 je znašal 476.987 tisoč tolarjev.

<sup>19</sup> Uradni list RS, št. 15/05-UPB1.

<sup>20</sup> Uradni list RS, št. 42/06, 60/06.

<sup>21</sup> Poslovník o delu UO SOD z dne 20. 7. 2000 in poslovnik o delu NO SOD z dne 2. 3. 1994 s spremembami.

Pri vodenju postopkov prodaje dolgoročnih finančnih naložb v obdobju, na katerega se nanaša revizija, je morala SOD upoštevati tudi Zakon o prevzemih (v nadaljevanju: ZPre)<sup>22</sup>, Zakon o trgu vrednostnih papirjev<sup>23</sup>, Zakon o preprečevanju omejevanja konkurence<sup>24</sup> in Zakon o spremljanju državne pomoči<sup>25</sup>.

---

<sup>22</sup> Uradni list RS, št. 47/97.

<sup>23</sup> Uradni list RS, št. 51/06-UPB2.

<sup>24</sup> Uradni list RS, št. 56/99, 37/04.

<sup>25</sup> Uradni list RS, št. 37/04.

## 2. UGOTOVITVE

### 2.1 Cilji pri upravljanju z naložbami v lasti SOD

V poslovnem načrtu SOD za leto 2005 so bili v okviru dolgoročne strategije SOD (za vodenje, upravljanje in razpolaganje z naložbami) določeni naslednji cilji na področju upravljanja s premoženjem:

- zagotoviti optimalno sestavo naložb z vidika varnosti, likvidnosti, donosnosti in časovne usklajenosti naložb z obveznostmi ter prodati čim več manjših, slabo likvidnih in nedonosnih kapitalskih naložb;
- SOD oblikuje in prilagaja strategijo izstopa iz vsake posamezne gospodarske družbe na način, ki zagotavlja največjo možno kupnino in gospodarski družbi uspešno nadaljnje poslovanje. V ta namen naj bi si SOD prizadevala:
  - vnaprej identificirati možne kupce (portfeljske ali strateške),
  - za sklenitev enostranskih prodajnih opcij, če bi bilo ocenjeno, da je to v konkretnem primeru najboljši način za optimiranje pogojev pri prodaji kapitalske naložbe,
  - za sklenitev prodajnih sporazumov ali koordinacijo skupne prodaje med lastniki 25 ali več odstotkov kapitala za zagotovitev boljše pogajalske pozicije in s tem ugodnejših prodajnih pogojev,
  - za morebitni dokup delnic ali deleža gospodarske družbe do statutarne praga (skupaj s KAD in/ali drugimi podpisniki),
  - sistematično preverjati možnosti, da se z dokupom doseže ustrezen lastniški delež (25 odstotkov, 51 odstotkov ali 75 odstotkov) za izboljšanje pogojev pri prodaji kapitalske naložbe.

Iz poslovnega načrta za leto 2005<sup>26</sup> izhaja, da je s prodajami kapitalskih naložb potrebno zagotoviti dovolj denarnih sredstev za izpolnjevanje zakonskih obveznosti SOD. Temeljno vodilo pri prodajah kapitalskih naložb je optimirati prodajne učinke. SOD želi, da se pri določitvi pogojev prodaje maksimizira prodajno ceno ob čim manjšem tveganju.

### 2.2 Načrtovanje prodaje kapitalske naložbe v delnice družbe Mercator

Strategija izstopa SOD iz družbe Mercator je bila izdelana 2. 8. 2004. Iz vsebine strategije je med drugim razvidno, da je obstajala možnost prodaje ključnim dobaviteljem, upravi družbe Mercator ali tujim trgovskim družbam. V strategiji ni bilo opredeljeno, ali naj bi SOD delnice družbe Mercator prodajala samostojno ali skupaj s KAD (s katero sta imeli v lasti skupaj 927.257 delnic ali 28,9 odstotka delnic

---

<sup>26</sup> NO SOD se je s poslovnim načrtom SOD iz februarja 2005 seznanil dne 29. 9. 2005.

družbe Mercator). Enaki predlogi so bili tudi v strategiji izstopa, ki je bila pripravljena že v letu 2003. V avgustu leta 2004 je SOD posredovala nezavezujoča vabila k dajanju ponudb za nakup 435.376 delnic družbe Mercator (13,57 odstotka delnic družbe Mercator) finančnim investitorjem (petim tujim in enemu domačemu) in na tej podlagi prejela eno informativno ponudbo slovenskega finančnega investitorja. Po naročilu vodstva SOD je bila za potrebe odločanja o morebitni prodaji delnic v oktobru 2004 izdelana tudi ocena vrednosti lastniškega kapitala družbe Mercator na dan 31. 12. 2003.

#### *Pojasnilo SOD*

*Na SOD je že v novembru 2004 obstajala pogodba o odprodaji 13,57 odstotka delnic družbe Mercator. Kupec deleža naj bi bila družba Mercator oziroma njen management, prodajna cena je znašala 36.000 tolarjev za delnico. Zaradi nesoglasja o vsebini prodajne pogodbe v takratnem vodstvu SOD pogodba ni bila sklenjena.*

Dne 5. 5. 2005 so strokovne službe SOD pripravile stališče glede dokapitalizacije družbe Mercator, iz katerega je med drugim razvidno, da je skupni delež SOD in KAD v lastništvu družbe Mercator na dan 5. 5. 2005 znašal 29,88 odstotka, in predlog za ohranitev kvalificiranega 25,01-odstotnega skupnega deleža SOD in KAD v lastništvu družbe Mercator.

2.2.a V poslovnem načrtu za 2005 je bilo predvideno oblikovanje in prilagajanje strategije izstopa za vsako posamezno kapitalsko naložbo. Ugotovili smo, da je bila strategija izhoda iz družbe Mercator pripravljena dvakrat pred letom 2005, za leto 2005 pa ni bila izdelana, niti prilagojena, zato ta cilj iz poslovnega načrta SOD za 2005 ni bil uresničen. Cilji prodaje delnic družbe Mercator za leto 2005 niso bili posebej določeni, zato so pri ocenjevanju uspešnosti prodaje te naložbe upoštevani cilji iz poslovnega načrta SOD za leto 2005.

2.2.b SOD je v izvedenih treh analizah<sup>27</sup> izhajala iz podatkov o višini skupnega deleža SOD in KAD v lastništvu delnic družbe Mercator. Iz pojasnila SOD in iz strategije izhoda iz družbe iz leta 2004 izhaja, da je bila za prodajo delnic družbe Mercator že v letu 2004 pripravljena pogodba in v oktobru 2004 naročena cenitev za potrebe odločanja SOD o morebitni prodaji. Ne glede na to ugotavljamo naslednje:

- prodaja delnic družbe Mercator na SOD za leto 2005 ni bila načrtovana kot skupna prodaja s KAD,
- ni dokazil o koordinaciji skupne prodaje s KAD in
- za namen te prodaje ni bil sklenjen prodajni ali delniški sporazum med SOD in KAD.

Na podlagi tega ugotavljamo, da ni dokazil o zadostnih prizadevanjih SOD za doseg cilja, ki je bil zagotavljanje največje možne kupnine pri prodaji kapitalske naložbe družbe Mercator. Neizvajanje aktivnosti, načrtovanih v poslovnem načrtu za leto 2005 (sklenitev prodajnih sporazumov ali koordinacija skupne prodaje med lastniki 25 ali več odstotkov kapitala za zagotovitev boljše pogajalske pozicije in s tem ugodnejših prodajnih pogojev), je po naši oceni vplivalo na uspešnost realizacije tega cilja.

Konec leta 2004 je SOD razpolagala z 247 kapitalskimi naložbami, od tega je bilo 177 aktivnih<sup>28</sup>. Število in vrednost največjih kapitalskih naložb, kamor je bila uvrščena naložba v delnice družbe Mercator, prikazuje tabela 1. Iz poslovnega načrta za leto 2005 izhaja, da naj bi SOD upravljanju teh naložb namenila največjo pozornost.

<sup>27</sup> Strategiji izhoda iz družbe Mercator iz leta 2003 in 2004 in stališče strokovnih služb.

<sup>28</sup> Neaktivne kapitalske naložbe SOD so lastniški deleži v družbah v postopku stečaja ali likvidacije ter kapitalske naložbe, za katere so že podpisane pogodbe o prodaji, ki še niso v celoti realizirane.

Tabela 1: Pregled vrednosti in delež 40 največjih kapitalskih naložb po ocenjeni knjigovodski in tržni vrednosti na dan 31. 12. 2004

<b>Kapitalske naložbe SOD</b>	<b>Število naložb</b>	<b>Ocenjena knjigovodska vrednost</b> v tisoč tolarjih	<b>Delež</b> v odstotkih	<b>Tržna vrednost (borzna vrednost)</b> v tisoč tolarjih	<b>Delež</b> v odstotkih
Največje kapitalске naložbe	40	87.506.685	89,0	215.046.635	100,0
<i>Od tega: kapitalска naložba v delnice družbe Mercator</i>	<i>1</i>	<i>6.659.197<sup>29</sup></i>	<i>6,8</i>	<i>17.434.702</i>	<i>8,1</i>
Ostale naložbe	207	10.492.278	11,0	<sub>-30</sub>	-
<b>Skupaj</b>	<b>247</b>	<b>97.998.963</b>	<b>100,0</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Vir: poslovni načrt SOD za leto 2005 in seznam največjih gospodarskih in finančnih družb v lasti SOD z oznako TOP 40 na dan 31. 12. 2004.

Za leto 2005 je bila načrtovana prodaja 47 kapitalskih naložb v skupni prodajni vrednosti 10.287.334 tisoč tolarjev, od tega je bilo pet naložb z največjo knjigovodsko vrednostjo. Na dan 30. 6. 2005 je bil pripravljen rebalans načrta prodaj<sup>31</sup>, s katerim se je število predvidenih prodaj znižalo na 45. Realizirana skupna vrednost prodaj teh kapitalskih naložb je v letu 2005 znašala 26.759.426 tisoč tolarjev, od tega je prodajna vrednost kapitalске naložbe v delnice družbe Mercator predstavljala 60 odstotkov.

2.2.c Ugotovili smo, da prodaja naložbe v delnice družbe Mercator, ki je bila ena od 40 največjih kapitalskih naložb SOD v letu 2004, ni bila vključena med načrtovanih pet prodaj največjih kapitalskih naložb, niti ne v načrt prodaj za leto 2005 in ne v rebalans načrta prodaj (na dan 30. 6. 2005) za leto 2005. Ugotavljamo, da upravljanje z delnicami družbe Mercator, kot ene izmed največjih kapitalskih naložb SOD, ni bilo obravnavano v skladu z usmeritvami pri upravljanju kapitalskih naložb iz poslovnega načrta SOD za leto 2005. Ugotovitve utemeljujemo z naslednjimi dejstvi:

- prva (ustna) ponudba za nakup delnic družbe Mercator je bila prejeta na SOD že v juniju leta 2005<sup>32</sup>, kar je pred sprejetjem rebalansa načrta prodaj, v katerega prodaja delnic družbe Mercator ni bila vključena,
- prodajna pogodba za delnice družbe Mercator je bila podpisana konec avgusta 2005<sup>33</sup>, kar je le dva meseca po pripravi rebalansa načrta prodaj kapitalskih naložb za leto 2005, v katerega prodaja te naložbe ni bila vključena,

<sup>29</sup> Na dan prodaje 30. 8. 2005 je znašala knjigovodska vrednost te naložbe 6.870.018 tisoč tolarjev. Na povečanje te vrednosti v letu 2005 so vplivali večkratni nakupi delnic v aprilu 2005. Skupaj je bilo kupljenih 5.515 delnic, v skupni knjigovodski vrednosti 210.821 tisoč tolarjev (točka 2.7). V skladu z določili prodajne pogodbe je SOD v maju 2006 evidentirala povečanje knjigovodske vrednosti te naložbe za 4.089.153 tisoč tolarjev zaradi nakupa 106.950 dokapitalizacijskih delnic družbe Mercator (točka 2.5.1).

<sup>30</sup> Ni podatka, ker so med ostale naložbe vključene tudi netržne naložbe.

<sup>31</sup> NO SOD se je 5. 7. 2005 seznanil z realizacijo načrta prodaj na dan 30. 6. 2005 ter rebalansom načrta prodaj za leto 2005.

<sup>32</sup> Podrobneje v točki 2.3.1.

<sup>33</sup> Podrobneje v točki 2.3.2.

- dogovori o prodaji delnic družbe Mercator so potekali že v letu 2004,
- tržna vrednost kapitalске naložbe v delnice družbe Mercator na dan 31. 12. 2004 je za trikrat večja od skupne tržne vrednosti petih največjih kapitalskih naložb<sup>34</sup>, vključenih med načrtovane prodaje in
- dosežena prodajna vrednost za naložbo v delnice družbe Mercator predstavlja 60 odstotkov vseh realiziranih prodaj v letu 2005<sup>35</sup>.

## 2.3 Postopek prodaje delnic družbe Mercator

### 2.3.1 Ponudba za nakup delnic in pogajanja za sklenitev pogodbe

Prva pisna ponudba družbe Pivovarna Laško, d. d., Laško (v nadaljevanju: družba Pivovarna Laško) je osnutek pogodbe o ustanovitvi odkupne pravice, ki je bil SOD posredovan 24. 8. 2005.

#### *Pojasnilo SOD*

*SOD je 15. 6. 2005 pridobila ustno ponudbo družbe Pivovarna Laško za nakup delnic družbe Mercator. Razgovori o prodaji delnic in pogajanja so potekali 24. 8. 2005, ko je bila SOD predložena prva pisna ponudba v obliki osnutka pogodbe o ustanovitvi odkupne pravice, ter 29. 8. 2005 in 30. 8. 2005.*

2.3.1.a Časovni prikaz pomembnejših dogodkov v postopku prodaje delnic in dokapitalizacije družbe Mercator povzemamo v prilogi 2. Glede na to, da postopek pogajanj s kupcem ni bil dokumentiran, ni dokazil o tem, na kakšen način je SOD od prejema prve (ustne) ponudbe do prejema pisne ponudbe 24. 8. 2005 izvajala pogajanja in kakšna je bila vsebina<sup>36</sup>. SOD ni zagotovila preglednosti postopka prodaje, s čimer je ravnala v nasprotju z določilom 14. člena statuta SOD, na podlagi katerega mora smiselno upoštevati načine prodaje, predpisane za prodajo kapitalskih naložb države. V skladu z določili 80.f člena ZJF, ki ureja metode prodaje kapitalskih naložb države, se prodaja lahko opravi s sklenitvijo neposredne pogodbe za prodajo delnic, s katerimi se trguje na organiziranem trgu. Ugotovili smo, da je SOD v postopku prodaje delnic družbe Mercator izbrala predpisano metodo prodaje z neposredno pogodbo, vendar prodaje ni izvedla na način, ki zagotavlja preglednost postopkov prodaje, kar za prodajo finančnega premoženja države ne glede na izbrano metodo prodaje, določa prvi odstavek 80.f člena ZJF.

2.3.1.b SOD ni ponovno preverjala interesa za nakup delnic drugih potencialnih investitorjev. Od pošiljanja vabil k dajanju ponudb za nakup delnic v septembru 2004 je preteklo leto dni, vabila k dajanju ponudb pa so bila posredovana zgolj finančnim (portfeljskim) vlagateljem v Sloveniji in tujini, ne pa tudi drugim nefinančnim (strateškim) vlagateljem, kamor sodi kupec delnic družbe Pivovarna Laško. SOD je pri prodaji delnic družbe Mercator sicer uporabila predpisano metodo prodaje z neposredno pogodbo, vendar je to storila tako, da uporabljena metoda ni omogočala doseganja opredeljenega cilja prodaje iz poslovnega načrta SOD za leto 2005, to je maksimiranje prodajne cene (več v točki 2.1.).

<sup>34</sup> Skupna načrtovana vrednost sklenjenih poslov za pet načrtovanih prodaj naložb za leto 2005 je znašala 6.593.791 tisoč tolarjev in je razvidna iz rebalansa načrta prodaj za leto 2005.

<sup>35</sup> SOD je v letu 2005 podpisala 37 pogodb o prodaji kapitalskih naložb v skupni vrednosti 26,8 milijarde tolarjev (letno poročilo SOD za leto 2005, februar 2006).

<sup>36</sup> SOD je glede poteka postopka prodaje in pogajanj predložila pisna pojasnila in štiri osnutke prodajne pogodbe ter dopise.

#### Pojasnilo SOD

Interes investitorjev je bil predhodno preverjen v septembru 2004, ko je SOD na šest potencialnih vlagateljev naslovila vabila k dajanju ponudb za odkup deleža SOD in od enega prejela pismo o interesu za nakup delnic. SOD ni ponovno preverjala interesa drugih investitorjev za odkup delnic družbe Mercator, ker so za prodajo delnic obstajali zanesljivi kazalci: cenitev, dnevna borzna cena delnic ter cena, ki jo je za delnico iz dokapitalizacije ob izključitvi prednostne pravice določila družba Mercator. Ob prejemu ponudbe je SOD proučila, ali bi preverjala interes za nakup delnic pri drugih potencialnih kupcih, vendar je ocenila, da bi iztržila manj. Kupec je bil znan, javna prodaja ali iskanje novega potencialnega kupca bi samo podaljšala rok umika iz družbe Mercator, ni pa bilo nikakršnega zagotovila, da bi iztržili boljšo ceno, zato bi bilo ponovno preverjanje zainteresiranosti investitorjev docela nesmotrno.

2.3.1.c Ugotovili smo, da iz dokumentacije SOD o prodaji delnic družbe Mercator ni razvidno, da je SOD po prejemu edine ponudbe izvajala aktivnosti preverjanja interesa drugih potencialnih investitorjev in ni razvidno, da je SOD preverjala možnosti skupne prodaje s KAD ali drugimi lastniki, ki bi imeli skupaj 25 ali več odstotkov kapitala.

#### Pojasnilo SOD

Družbi Istrabenz, d. d., Koper (v nadaljevanju: družba Istrabenz) in Pivovarna Laško nista izkazali pripravljenosti za enoten odkup deležev SOD in KAD kot skupnega deleža v družbi Mercator, zato SOD svojega deleža kot sestavine skupnega deleža ni mogla prodajati. Prodaja enotnega deleža KAD in SOD bi od kupca zahtevala javno ponudbo za odkup in izpeljavo postopka v skladu z določbami ZPre, kar predstavlja tako dolgotrajen postopek, da SOD prodaje deleža ne bi uspela realizirati pred izvedbo postopka dokapitalizacije. Čakanje SOD (in KAD) bi prodajo delnic družbe Mercator pomaknilo v negotovo nedoločeno prihodnost, kar bi bilo ob istočasni ponudbi družbe Pivovarna Laško, ki je zagotavljala ustrezno ceno, popolnoma neutemeljeno.

Takšen način vodenja postopka prodaje delnic povečuje tveganja, da SOD ni izvedla vseh aktivnosti v skladu s prizadevanji za doseg cilja največje možne kupnine (iz poslovnega načrta SOD za leto 2005), kar izhaja tudi iz časovnega prikaza pomembnejših dogodkov v postopku prodaje delnic in dokapitalizacije družbe Mercator v prilogi 2 tega poročila ter analize določil osnutkov prodajne pogodbe in sklenjene prodajne pogodbe.

2.3.1.d Prvi osnutek prodajne pogodbe je bil SOD predstavljen 24. 8. 2005. V postopku pogajanj so bili pripravljene štiri osnutki pogodbe, pogajanja so potekala na treh sestankih v časovnem obdobju šestih dni. Ves čas pogajanj sta ostali enaki zaveza SOD, da vplača delnice v dokapitalizaciji, in dogovorjena višina prodajne (oziroma odkupne) cene za delnico, tj. 38.000 tolarjev.

#### Pojasnilo SOD

Prva zanimanja za delnice družbe Mercator, ki jo je dala družba Pivovarna Laško, so bila podana 15. 6. 2005 na sestanku pred skupščino družbe Pivovarna Laško. SOD je imela pravočasno na voljo zanesljive podlage za odločanje o prodajni ceni. Datuma 30. 8. 2005 in 16. 9. 2005 nista narekovala poteka pogajanj, temveč sta bila določena potem, ko je potek pogajanj kazal na možnost sklenitve pogodbe do 30. 8. 2005. Povsem običajno je, da se soglasja o sestavinah prodajnih pogodb v primerljivih poslih dosežejo še v bistveno krajšem času kot v šestih dneh, ali pa kljub obilici časa nikoli. V pogajanjih je SOD dosegla dvig obrestne mere za kupnino za delnice, določitev prevzemne klavzule in določitev, da se kljub plačilu kupnine za delnice eno šestnajstino vseh delnic kot sredstvo zavarovanja zadrži pri prodajalcu. SOD je tudi zahtevala, da se, če bi kupec dstopil od pogodbe, na vseh delnicah, ki jih je kupec že odkupil, ustanovi odkupna pravica in zaradi zavarovanja možnosti njene izvršitve še predkupna pravica.



Zaradi dogovora o razveznem pogoju v prodajni pogodbi (obveznost izvolitve članov v nadzorni svet družbe Mercator (v nadaljevanju: NS Mercator) na skupščini 30. 8. 2005)<sup>37</sup> je imela SOD razmeroma kratek rok za izvedbo pogajanj, kar povečuje tveganja glede pogajalskih možnosti SOD oziroma možnosti izvedbe večjega števila pogajanj s kupcem. Razmeroma kratek rok za izvedbo pogajanj SOD ni omogočal priprave ustreznih strokovnih podlag za odločanje o prodajni ceni.

### 2.3.2 Pogodba o prodaji delnic družbe Mercator

SOD kot prodajalec in družba Pivovarna Laško kot kupec sta 30. 8. 2005 podpisali prodajno pogodbo. Predmet prodaje je bilo 440.891 delnic družbe Mercator in celotna količina novih delnic iz dokapitalizacije izdajatelja (družba Mercator), ki naj bi bila na podlagi sklepa NS Mercator z dne 19. 7. 2005 šele izvedena. Cena za delnico je znašala 38.000 tolarjev<sup>38</sup>, povečana za obresti<sup>39</sup> in zmanjšana za izplačane dividende na delnico<sup>40</sup>. Dogovorjeno je bilo plačilo v štirih enakih letnih obrokih<sup>41</sup>, pri čemer bi bil po plačilu posameznega obroka izveden prenos ene četrtnine prodanih delnic v dobro kupca. Pogodba vsebuje naslednja pomembna določila:

- prevzemna klavzula z veljavnostjo do 31. 12. 2006<sup>42</sup>;
- z delnicami, ki jih prodajalec prenese kupcu, kupec pred plačilom celotne kupnine za celotno količino delnic ne razpolaga; kupec lahko delnice zastavi, če s tem soglašata prodajalec, ta pa soglasja ne sme zavrniti, če morebitna prodaja delnic ne bi kršila ali ogrožala prodajalčevih pravic po pogodbi; za kršitev te obveznosti je bila določena pogodbeni kazen v višini 10 odstotkov kupnine za celotno količino delnic (11. člen pogodbe);
- da bi se kupcu omogočilo predčasno plačilo kupnine oziroma posameznega obroka kupnine in hkrati s predčasnim plačilom tudi prejem ustrezne količine delnic, se SOD zaveže ustanoviti odkupno pravico za obdobje petih let<sup>43</sup> na celotni količini delnic;
- obveznost SOD je bila vpisati in vplačati celotno količino novih delnic, do katerih je bila SOD upravičena na podlagi sklepa NS Mercator;
- obveznost SOD je bila pravočasno in pravilno prijaviti svojo udeležbo na vsaki skupščini izdajatelja in izdati pooblastilo za zastopanje osebi, ki jo določi kupec za izvrševanje glasovalnih pravic iz delnic, ki so predmet te pogodbe;

<sup>37</sup> V osnutek prodajne pogodbe je bil vnesen en dan pred podpisom prodajne pogodbe.

<sup>38</sup> Za dokapitalizacijske delnice je določena emisijska cena, ki jo prodajalec plača, preračunano v evre po srednjem tečaju Banke Slovenije, veljavnem na dan vplačila delnic.

<sup>39</sup> Za delnice v lasti SOD je obrestna mera šestmesečni EURIBOR + 0,7 odstotne točke letno, od sklenitve pogodbe do dneva plačila kupnine za delnico. Za dokapitalizacijske delnice je obrestna mera 5 odstotkov letno linearno, za obdobje od sklenitve pogodbe do dneva plačila kupnine za to delnico.

<sup>40</sup> Če je na podlagi delnic nastala pravica do izplačila dividend za posamezno poslovno leto, katerega presečni dan je pred dnem plačila kupnine za to delnico.

<sup>41</sup> Prvi obrok je zapadel 14. 9. 2006, drugi obrok zapade 20. 9. 2007, tretji obrok 18. 9. 2008 in zadnji obrok 17. 9. 2009. Vsak obrok je enak kupnini za eno četrtno delnic v lasti SOD in eno četrtno dokapitalizacijskih delnic.

<sup>42</sup> Če bi kupec do konca leta 2006 delnice prodal ali kupil na podlagi ponudbe za odkup delnic v skladu z ZPre po ceni, ki je višja od 38.000 tolarjev, bi morala SOD izplačati razliko v ceni za celotno količino delnic, ki so predmet pogodbe.

<sup>43</sup> Odkupna pravica se vpiše v KDD - Centralno klirinško depotno družbo, d. d., Ljubljana (v nadaljevanju: KDD), SOD jo ustanovi za delnice v lasti SOD in za dokapitalizacijske delnice. Kupec jo lahko uresniči za celotno količino ali le za del količine delnic (postopoma), za katere njegova obveznost plačila obroka kupnine še ni dospela.

- SOD je imela možnost odstopiti od pogodbe za količino še neplačanih delnic, če posamezen obrok kupnine na dan dospelosti ne bi bil plačan; če prodajalec uresniči odstopno pravico, se kupec zaveže v korist prodajalca ustanoviti odkupno pravico na vseh do tedaj že pridobljenih delnicah za obdobje štirih let<sup>44</sup>, za zavarovanje te pravice pa ustanoviti tudi predkupno pravico na teh delnicah v korist prodajalca do 17. 9. 2009;
- SOD je imela pravico zadržati prenos ene šestnajstine celotne količine delnic, ki bi jih moral kupec prenesti ob plačilu prvega obroka, dokler ni plačana celotna kupnina.

Pogodba je bila sklenjena pod odložnim pogojem, da k njeni sklenitvi izda soglasje pristojni organ prodajalca, in razveznima pogojema: če ustrezeni organ prodajalca do 16. 9. 2005 ne poda soglasja, in če na skupščini družbe Mercator, ki je bila sklicana za 30. 8. 2005, za člane NS Mercator niso izvoljene v pogodbi naštetе osebe.

#### *Pojasnilo SOD*

*SOD in KAD sta si prizadevali zmanjšati število članov NS Mercator z 12 na devet (šest predstavnikov lastnikov in trije predstavniki zaposlenih), saj je prejšnja sestava omogočala upravi družbe Mercator bistven vpliv tudi na lastniško upravljanje družbe Mercator. SOD in KAD sta želeli povečati vpliv lastnikov na imenovanje neodvisnega NS Mercator, ki bi bil neodvisen od uprave Mercatorja in s tem onemogočal upravi družbe Mercator prevelik vpliv na poslovanje družbe, vrednost delnic in razvojne perspektive družbe Mercator.<sup>45</sup> Za udeležbo na skupščini je SOD pooblastila nosilko naložbe. Skupščine se je udeležil tudi direktor SOD in nosilki dal navodilo<sup>46</sup>, naj na skupščini glasuje za nasprotni predlog SOD in KAD.*

2.3.2.a Tisti dan, ko je bila podpisana prodajna pogodba, sta SOD in KAD na skupščini družbe Mercator podali skupni nasprotni predlog sklepa k točki Izvolitev članov nadzornega sveta, ki je bil na skupščini tudi sprejet. Ne glede na to, da ni dokazil o tem, kdaj je direktor SOD dal novo navodilo za glasovanje na skupščini družbe Mercator (za nasprotni predlog KAD in SOD), ugotavljamo, da sta SOD in KAD v nasprotnem predlogu predlagali iste kandidate za člane NS Mercatorja, kot je bilo določeno v pogodbi o prodaji delnic.

#### *Pojasnilo SOD*

*Realizacijo vseh pogodbenih določil je spremljal direktor SOD. Glede na to, da je SOD 31. 1. 2006 prejela plačilo celotne kupnine za celotno količino delnic iz pogodbe ter je družba Pivovarna Laško šle na podlagi v celoti plačane kupnine istega dne preknjižila delnice družbi Pivovarna Union, kot izhaja iz objave na SEOnet<sup>47</sup>, ni bila kršena določba 11. člena pogodbe.<sup>48</sup>*

2.3.2.b Preverili smo obstoj sistematične ureditve načina spremljanja realizacije pogodbenih določil v primerih prodaje kapitalskih naložb na SOD in način spremljanja realizacije pogodbenih določil iz

<sup>44</sup> Odkupno pravico je kupec dolžan vpisati v KDD. Prodajalec mora polovico kupnine za delnice, v zvezi s katerimi uresniči odkupno pravico, plačati v osmih dneh, drugo polovico pa v enem letu od dneva izjave o uresničitvi odkupne pravice, kupec pa mora hkrati s plačilom prve polovice kupnine na prodajalca prenesti celotno količino delnic.

<sup>45</sup> SOD je pojasnila tudi, da sta SOD in KAD za imenovanje v NS Mercator predlagali tri kandidate. Enega kandidata sta predlagali KAD in družba Istrabenz skupaj, enega kandidata je predlagala družba Istrabenz ter enega kandidata je predlagala družba KD Group, d. d., Ljubljana.

<sup>46</sup> Na navodilo za glasovanje je direktor SOD pribeležil: »oziroma v skladu z navodili na skupščini družbe« in se podpisal.

<sup>47</sup> SEOnet je javno dostopna elektronska storitev Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, d. d., Ljubljana (v nadaljevanju: Ljubljanska borza), d. d., Ljubljana.

<sup>48</sup> 11. člen pogodbe: Prepoved razpolaganja z delnicami do plačila celotne kupnine za celotno količino delnic.

pogodbe o prodaji delnic družbe Mercator. Za spremljanje realizacije pogodbe ni bil imenovan skrbnik pogodbe in ni dokazil o aktivnostih SOD, s katerimi bi sistematično preverjala, ali so bila določila pogodbe kršena v delu, ki se nanaša na 11. člen o prepovedi razpolaganja z delnicami, kot na primer preverjanje lastniške strukture družbe Mercator v KDD, s katerim bi ugotavljala morebitno razpolaganje družbe Pivovarna Laško z delnicami družbe Mercator. Na tej podlagi ugotavljamo, da SOD ni zagotovila ustreznega skrbništva nad izvajanjem pogodbenih določil. S prodajno pogodbo se tudi ni dogovorila za nobene aktivnosti, ki bi jih v zvezi s tem členom moral izvajati kupec, kot na primer redno poročanje SOD.

#### *Pojasnilo SOD*

*Spremljanje realizacije pogodbenih določil (skrbništvo nad pogodbami) in obračun izvedene prodaje ni urejen s posebnim aktom. Ne glede na to SOD spremlja izvajanje pogodbenih določil do plačila in pripravimo obračun vsake izvedene prodaje.*

2.3.2.c Ugotavljamo, da področje spremljanja realizacije sklenjenih pogodb na SOD v letu 2005 ni bilo urejeno z internim aktom, kar je računsko sodišče priporočalo SOD v preteklih revizijah<sup>49</sup>.

2.3.2.d Vodstvo SOD se v obdobju od 19. 7. do 29. 9. 2005 ni sestalo in ni obravnavalo aktivnosti, povezane s prodajo naložbe v delnice družbe Mercator (priloga 2) ali z dokapitalizacijo družbe Mercator. Ker vodstvo SOD v navedenem obdobju ni imelo nobene redne seje in ni obravnavalo tekoče aktivnosti, pomembne za delovanje SOD (prodaje delnic družbe Mercator), ni ravnalo v skladu z drugim odstavkom 5. člena Pravilnika o delu vodstva SOD<sup>50</sup>.

### **2.3.3 Odločanje NaLO SOD in UO SOD o prodaji delnic družbe Mercator**

NaLO SOD pred sklenitvijo prodajne pogodbe o prodaji delnic družbe Mercator ni podal soglasja k tej prodaji. Direktor SOD je 31. 8. 2005 obvestil člane NaLO SOD o podpisu pogodbe o prodaji. Podrobnosti pogodbe ni razkril, ker je ocenil, da morajo vsebino potrditi še organi podpisnikov pogodbe. UO SOD je prodajo delnic družbe Mercator obravnaval 8. 9. 2005, se seznanil z vsebino prodajne pogodbe in jo soglasno potrdil. Hkrati je sprejel sklep, da se o tej seznanitvi in soglasju obvesti sredstva javnega obveščanja.

#### *Pojasnilo UO SOD*

*Predsednik UO SOD je bil o ponudbi družbe Pivovarna Laško seznanjen 24. 8. 2005 po telefonu, ko sta se z direktorjem SOD dogovorila, da če bi prišlo do podpisa pogodbe, direktor na redni seji, ki je bila sklicana za 8. 9. 2005 in je bil dnevni red že potrjen, razširi dnevni red. Direktor SOD je 30. 8. 2005 seznanil predsednika UO SOD o sklenjeni pogodbi o prodaji delnic družbe Mercator. Vsi člani UO SOD so se na seji 8. 9. 2005 seznanili s pogodbo o prodaji delnic družbe Mercator, na seji pa jim je bilo predloženo tudi gradivo. Poleg pogodbe, v katero je imel vsak član UO SOD možnost vpogleda, je bila pripravljena tudi predstavitev posameznih določil sklenjene pogodbe glede obročnega plačila, uresničitve odkupne pravice, pravice prodajalca odstopiti od pogodbe, uresničevanja glasovalne pravice ter odpovedi razpolaganja z delnicami.*

<sup>49</sup> Revizijsko poročilo o pravilnosti in smotrnosti poslovanja SOD pri prodaji delnic Viator & Vektor, d. d., Ljubljana v letu 2001, št. 1206-7/2003-18 z dne 28. 7. 2004 in Revizijsko poročilo o pravilnosti in smotrnosti poslovanja SOD pri prodaji delnic Hoteli Morje, d. d., Portorož v letu 2001, št. 1206-9/2003-17 z dne 28. 7. 2004

<sup>50</sup> Z dne 22. 11. 2002.

2.3.3.a Na podlagi sklepa UO SOD številka 2/K (v nadaljevanju: sklep 2/K)<sup>51</sup> potrebuje direktor SOD za sklepanje pravnih poslov v vrednosti nad 100 milijonov tolarjev predhodno soglasje upravnega odbora, tovrstne pogodbe pa morata parafirati direktorja sektorjev. Iz obrazložitve v predlogu sklepa za sejo UO SOD izhaja, da je bil sprejem tega sklepa potreben, ker je bila v tistem času uprava SOD enočlanska. Naknadno dano soglasje UO SOD ob prodaji delnic družbe Mercator ni bilo v skladu s sklepom 2/K. Ne glede na to ocenjujemo, da je bilo neskladje delno odpravljeno s tem, da je bil v prodajno pogodbo vključen odložni pogoj, v skladu s katerim je pogodba pričela veljati šele s pridobitvijo soglasja UO SOD.

2.3.3.b V predstavitvi za UO SOD z dne 8. 9. 2005 so bili navedeni naslednji razlogi za predlog prodajne pogodbe:

- »preoblikovanje portfelja SOD,
- uravnavanje likvidnosti glede na obveznosti SOD,
- postopen umik države iz gospodarstva,
- postopen prihod diskontnih trgovcev in s tem zmanjšanje tržnega deleža družbe Mercator,
- SOD s 13-odstotnim lastniškim deležem ni imela pomembnega vpliva na poslovanje družbe,
- tuje investicijske banke ne analizirajo več, saj za njihove stranke ni dovolj zanimanja,
- delnica na Ljubljanski borzi: 1. 2. 2005 najvišji tečaj 42.998 tolarjev, najnižji tečaj v letu 2005 je 33.100 tolarjev,
- cena iz dokapitalizacije 38.000 tolarjev,
- družba Mercator ni uspela prevzeti pomembnega deleža v Srbiji,
- ohranitev lastništva pri slovenskih lastnikih,
- ohranitev slovenskega blaga na prodajnih policah,
- upoštevanje celotnega portfelja SOD,
- vrednost delnice na dan 31. 7. 2005 je bila 37.331 tolarjev«.

2.3.3.c Iz zapisnika seje UO SOD ali druge dokumentacije ni razvidno, na kakšnih podlagah (gradivo, predstavitve)<sup>52</sup> je UO SOD odločal o prodaji delnic družbe Mercator, ker ni razvidna morebitna razprava, ni podatkov o predstavljeni prodaji in ni razvidno, ali so člani UO SOD dejansko proučili vsebino prodajne pogodbe.

#### *Pojasnilo UO SOD*

*Vsi člani UO SOD so se na seji 8. 9. 2005 seznanili s prodajno pogodbo, na seji pa jim je bilo predloženo še naslednje gradivo: Hitra ocena tržne vrednosti manjšinskega 13,57-odstotnega lastniškega kapitala družbe Mercator na dan 31. 12. 2004, Izdelava ocene vrednosti lastniškega kapitala družbe Mercator na dan 31. 12. 2003, ki jo je oktobra leta 2004 izdelala družba Teseus, in dokument o »razlogih za odprodajo deleža, postopku prodaje, ceni ter očitkih v zvezi s prodajo delnic družbe Mercator«. Na seji UO SOD 8. 9. 2005 je direktor SOD pripravil tudi prezentacijo. Članom UO SOD so bile*

<sup>51</sup> Sklep 2/K z dne 16. 2. 2001. Ta omejitev ne velja za pravne posle v zvezi z nalaganjem denarnih sredstev v banke ali državne vrednostne papirje.

<sup>52</sup> Gradivo za sejo UO SOD z dne 8. 9. 2005 je vsebovalo naslednje dokumente: Kapitalska naložba PS Mercator z dne 8. 9. 2005, Hitra ocena tržne vrednosti manjšinskega (neobvladujočega) 13,57-odstotnega lastniškega kapitala podjetja Mercator na dan 31. 12. 2004, izdelana 7. 9. 2005, Poročilo o ocenjevanju vrednosti lastniškega kapitala Poslovni sistem Mercator, d. d. na dan 31. 12. 2003, dokument o razlogih za odprodajo deleža MELR (13,74 odstotka), postopku prodaje, ceni ter o očitkih v zvezi s prodajo delnic družbe Mercator (glede prodaje brez prevzemne premije, mednarodnega tenderja in javne prodaje, v nadaljevanju: dokument Razlogi za prodajo deleža MELR) in kopije prosojnic za predstavitev prodaje delnic družbe Mercator članom UO SOD. UO SOD je bilo predstavljeno vrednotenje podjetja: zunanja cenitev (Teseus, d. o. o., Ljubljana - v nadaljevanju: družba Teseus) iz oktobra 2004, predlagana cena 35.200 tolarjev, interna cenitev in cena dokapitalizacije.

*predstavljenе vse možne posledice obročnega plačila, prav tako pa so bili člani opozorjeni na verjetnost, da bi druga pogodbená stranka predčasno plačala kupnino.*

2.3.3.d Ocenjujemo, da je UO SOD podal soglasje na podlagi nepopolnih informacij o podlagah za odločitev vodstva SOD o prodaji, kar utemeljujemo z naslednjimi dejstvi:

- dokument »Razlogi za prodajo delnic družbe Mercator« dejansko ni bil del gradiva na seji UO SOD, ker smo ugotovili, da se dokument ni nahajal med gradivom za sejo UO SOD in je v dokument vključena tudi grafična predstavitev gibanja tečaja SBI 20 od 1. 1. 2000 do 23. 9. 2005.
- interna cenitev je bila hitra ocena vrednosti delnic, ki ni bila izdelana v skladu s standardi vrednotenja podjetij in vodstvu SOD v času pogajanj ter oblikovanja prodajne cene še ni bila na voljo, saj je bila izdelana po sklenitvi prodajne pogodbe oziroma en dan pred sejo UO SOD in
- UO SOD na seji ni imel mnenja pravnega svetovalca glede skladnosti osnutka prodajne pogodbe z veljavno zakonodajo, ki ga je SOD pridobila istega dne<sup>53</sup>, to je 8. 9. 2005, na podlagi naročila pravnega mnenja z dne 7. 9. 2005.

### 2.3.4 Odločanje NO SOD

2.3.4.a NO SOD je obravnaval prodajo delnic družbe Mercator 29. 9. 2005. Iz zapisnika se je razvidno, da je bila na seji na vpogled predložena pogodba o prodaji delnic družbe Mercator. Prodajo je članom NO SOD predstavil direktor SOD, ki je poudaril, da je postopek prodaje potekal v skladu z notranjimi pravili, opravljeni sta bili zunanja in notranja cenitev, pojasnil je ozadje prodaje in poudaril dejstvo, da ni šlo za prevzem, kajti SOD je prodala le svoj delež. Direktor SOD je podal tudi pojasnila v zvezi z dokapitalizacijo družbe Mercator, ki jo je izvedel SOD, ter v zvezi z vlogo Agencije za trg vrednostnih papirjev v navedeni prodaji. NO SOD je sprejel sklep<sup>54</sup>, da se je seznanil s postopkom prodaje delnic družbe Mercator in ugotovil, da je prodaja potekala v skladu z internimi akti družbe. Ugotavljamo, da je NO SOD zakonitost in finančno poslovanje SOD pri prodaji delnic družbe Mercator nadziral na podlagi vpogleda v prodajno pogodbo in direktorjeve predstavitve prodaje delnic SOD. Ocenjujemo, da NO SOD ni izhajal iz ustreznih podlag za presojo zakonitosti izvedenega postopka prodaje delnic družbe Mercator, saj pri oceni skladnosti poteka prodaje z internimi akti družbe ni temeljil na pregledu dokumentacije in ustreznih dokazil o poteku postopka prodaje ter podlag za sprejem odločitve o višini prodajne cene in drugih pogojev prodaje, kar je razvidno iz listin, ki jih je imel na voljo NO SOD pri odločanju.

#### *Pojasnilo NO SOD*

*Za odločanje NO SOD mora gradivo pripraviti in zagotoviti direktor družbe oziroma oseba, ki jo je pooblastil. Pristojnosti NO SOD so izrecno omejene na preverjanje zakonitosti dela in finančnega poslovanja družbe<sup>55</sup>, in sicer zgolj na podlagi mnenj oziroma poročil poročevalcev. V zvezi s prodajo delnic družbe Mercator so člani NO SOD imeli možnost vpogleda v pogodbo o prodaji delnic družbe Mercator, direktor pa jim je pojasnil postopek in utemeljenost navedene prodaje.*

2.3.4.b NO SOD je 8. 5. 2006 sprejel sklep, da naj bi na seji 25. 5. 2006 opravil pregled naključno izbranih postopkov prodaje premoženja SOD v letu 2005. 25. 5. 2006 je iz seznama 37 prodaj kapitalskih

<sup>53</sup> SOD je 6. 9. 2005 posredovala skupno naročilo s KAD pravnemu svetovalcu (za izdelavo pravnega mnenja glede skladnosti osnutkov obeh prodajnih pogodb z veljavno zakonodajo).

<sup>54</sup> Sklep NO SOD št. 68 z dne 29. 9. 2005.

<sup>55</sup> Po določilih drugega odstavka 20. člena ZSOS nadzira NO SOD zakonitost dela in finančno poslovanje SOD.

naložb izbral štiri postopke prodaj kapitalskih naložb, izvedenih na SOD v letu 2005, in med njimi prodajo delnic družbe Mercator. Na seji 15. 6. 2006 je bil članom NO SOD predstavljen potek posameznega postopka prodaje in NO SOD je sprejel sklep<sup>56</sup>, da so postopki prodaj kapitalskih naložb potekali brez nepravilnosti ter v skladu z veljavno zakonodajo in notranjimi akti SOD.

Na podlagi pregleda obrazca<sup>57</sup> in podatkov, ki jih je v skupnem poročilu podal NO SOD<sup>58</sup>, ugotavljamo, da je NO SOD podal mnenje na podlagi nepopolnih podatkov in ni ugotavljal skladnosti postopka prodaje z veljavno zakonodajo, kljub temu, da bi moral biti postopek prodaje delnic družbe Mercator izveden v skladu s 14. členom statuta.

Ugotavljamo, da podatki na obrazcu niso bili popolni, saj ni bil vključen podatek o prodanih delnicah iz dokapitalizacije družbe Mercator in ni bila omenjena hitra ocena tržne vrednosti lastniškega kapitala družbe Mercator.

## 2.4 Ocena posameznih elementov prodajne pogodbe

Vsebina pogodbe o prodaji delnic družbe Mercator je predstavljena v točki 2.3.2. tega poročila. V nadaljevanju je predstavljena analiza višine prodajne cene iz prodajne pogodbe in analiza prevzetih tveganj in ustreznosti zavarovanja interesov SOD.

---

<sup>56</sup> Št. 85 z dne 15. 6. 2006.

<sup>57</sup> Na obrazcu so bili navedeni podatki:

- število delnic v lasti SOD: 440.891, lastniški delež SOD: 13,74-odstotni; datum podpisa pogodbe 30. 8. 2005;
- odobritev prodaje: 8. 9. 2005, odobril Upravni odbor;
- ocenjena vrednost kapitalske naložbe: metoda vrednotenja diskontnih denarnih tokov (DCF), ocenjena vrednost delnice: od 27.583 tolarjev do 45.189 tolarjev; ocenjena vrednost deleža SOD: od 12.161.096 tisoč tolarjev do 19.923.423 tisoč tolarjev;
- vrednost prodaje: prodajna vrednost delnice: 38.000 tolarjev, prodajna vrednost deleža SOD: 16.753.858 tisoč tolarjev;
- način prodaje: direktna prodaja; sodelujoči ponudniki: družba Pivovarna Laško; kupec: družba Pivovarna Laško;
- učinek prodaje (razlika med prodajno vrednostjo in nabavno vrednostjo, zmanjšano za oblikovane popravke): 9.883.840 tisoč tolarjev;
- razlogi za prodajo: ocena, da lahko SOD s prodajo pod predlaganimi pogoji v dani situaciji maksimizira prodajne pogoje; strategija SOD pri preoblikovanju portfelja; uravnavanje likvidnosti glede na obveznosti SOD pri poravnavanju obveznosti po zakonu; strategija postopnega umika države iz gospodarstva; 13,74-odstotni delež SOD ne omogoča aktivnega upravljanja družbe; v danem trenutku dobili dobro ponudbo od družbe Pivovarna Laško; koristna z vidika preostalih naložb, ki jih ima SOD v svojem portfelju.

<sup>58</sup> Kot ugotovitve NO SOD so bili predstavljeni podatki, ki jih je vseboval obrazec.

## 2.4.1 Višina prodajne cene za delnico

Pri presoji ustreznosti navedenih podlag za določitev prodajne cene delnic družbe Mercator smo uporabili spoznanja iz strokovne literature<sup>59</sup>, ki v skladu s 17. členom Hierarhije standardov ocenjevanja vrednosti<sup>60</sup> tvorijo tretjo raven standardov ocenjevanja vrednosti<sup>61</sup>. Pri ocenjevanju vrednosti podjetij je treba upoštevati, da nobena metoda ocenjevanja ni primerna za vse namene cenitve<sup>62</sup>. Cenitev je mogoče uporabiti zgolj za namen, za katerega je cenitev izdelana. Največ napak pri uporabi izsledkov ocenitve nastane zaradi neustreznih predpostavk pri izvedeni cenitvi ali pri uporabi cenitve za namen, ki pri ocenjevanju ni bil upoštevan. Ustrezna vrednost se namreč določi le z upoštevanjem vseh okoliščin, ki so privedle do prodaje – še posebej, komu se prodaja<sup>63</sup>. Pri obravnavi ustrezne vrednosti delnic družbe Mercator je zato treba upoštevati, da:

- ne gre za prodajo povprečnemu (neznanemu oziroma portfeljskemu) kupcu v javnem postopku prodaje<sup>64</sup>, saj je bila iniciator prodaje družba Pivovarna Laško, SOD pa ni zbirala drugih ponudb zainteresiranih naložbenikov<sup>65</sup>; družba Pivovarna Laško ne predstavlja zgolj finančnega vlagatelja, temveč lahko prek vpliva na imenovanje organov družbe pričakuje posredni vpliv na poslovanje družbe Mercator<sup>66</sup>, zato bi lahko pri cenitvi uporabili predpostavko »vrednost za naložbenika«; predpostavka pri ocenjevanju »vrednost za naložbenika« temelji na uporabi mere donosa, ki je netržna mera donosa<sup>67</sup>, saj je določena naložba posebnega pomena predvsem za določenega naložbenika (ali vrsto naložbenikov) zaradi njegovih lastnih zahtev oziroma interesov glede vrste naložbenja<sup>68</sup>;
- je lahko ustrezna podlaga za presojo prodajne cene le cenitev, ki jo opravi pooblaščen ocenjevalec in upošteva stanje na dan blizu dneva prodaje;
- gre za prodaji deležev SOD in KAD, ki sta potekali sočasno; ob skupnem nastopanju bi se prodajal 29,08-odstotni delež<sup>69</sup>, kar predstavlja največji posamezni delež lastništva v družbi Mercator, zaradi česar odbitek za pomanjkanje obvladovanja ni ustrezen, ali pa vsaj ne v taki meri kot pri prodaji 13,74-odstotnega deleža.

<sup>59</sup> Jay E. Fishman, Shannon P. Pratt, J. Clifford Griffith, D. Keith Wilson: Guide to Business Valuation (v nadaljevanju: Guide to Valuation) in Shannon P. Pratt, Robert Reilly, Robert P. Schweih: Valuing a Business: Analysis and Appraisal of Closely Held Companies (v nadaljevanju: Valuing a Business).

<sup>60</sup> Uradni list RS, št. 43/04.

<sup>61</sup> [http://www.si-revizija.si/ocenjevalci/pravila\\_stroke.php](http://www.si-revizija.si/ocenjevalci/pravila_stroke.php), z dne 29. 6. 2006.

<sup>62</sup> Valuing a Business, str. 27.

<sup>63</sup> Valuing a Business, str. 28.

<sup>64</sup> V tem primeru bi bila ustrezna predpostavka »tržna vrednost«.

<sup>65</sup> Četudi bi bile ustrezne predpostavke, da želi SOD ohraniti slovensko lastništvo v družbi Mercator, da je trg kupcev v Sloveniji majhen in da sta družbi Istrabenz in Pivovarna Laško kupovala delnice neodvisno drug od drugega, SOD ni preverila, koliko bi bil za delnice družbe Mercator v lasti SOD pripravljen plačati kateri koli drug ponudnik na slovenskem trgu. Pri tem pa opozarjamo, da je SOD v letu 2004 zbirala neobvezujoče ponudbe tudi od tujih finančnih investitorjev.

<sup>66</sup> Tudi na strategijo družbe Mercator pri širjenju poslovanja na druge trge (na primer na trge južno vzhodne Evrope) in na odločitve o strukturi proizvodov v prodajnem asortimentu, kar je razvidno tudi iz pojasnila SOD v točki 2.4.2.

<sup>67</sup> Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti, sedma izdaja, 2005, str. 23, točka 9.3.3.

<sup>68</sup> Valuing a Business, str. 30.

<sup>69</sup> Največji lastnik je bil na dan 29. 8. 2005 KAD, ki je imela v lasti 15,34 odstotka delnic. Brez upoštevanja 106.950 delnic SOD iz dokapitalizacije in 106.950 delnic KAD iz dokapitalizacije družbe Mercator (priloga 1).

### Pojasnilo SOD

*Ponujena cena delnic je bila glede na cenitve (zunanjo in interno) ter dnevno borzno ceno in ceno, ki jo je za delnico iz dokapitalizacije določila družba Mercator, ustrezna. Cena je bila oblikovana na podlagi opravljene zunanje cenitve (predlagana 35.200 tolarjev), notranje cenitve, predloga uprave pri dokapitalizaciji, borznega gibanja cene delnice, trenutnih razmer v trgovski panogi ter intenzivnih pogajanj. SOD je bila ob usklajevanju pogajalskih izhodišč s KAD seznanjena tudi z oceno tržne vrednosti delnice PS Mercator, d. d., izdelano maja 2005 za namen dokapitalizacije družbe Mercator. Kljub prizadevanjem SOD v pogajanjih za dvig ponujene cene družba Pivovarna Laško na zvišanje ni pristala, kar je posledica tega, da ob borzni ceni, ceni delnic iz dokapitalizacije in ceni iz izdelanih cenitev prepričljivih argumentov za dvig cene ni bilo. Glede na polletne poslovne rezultate in razmere na trgu je bil umik iz družbe Mercator ter prodaja deleža domačemu investitorju upravičena. Koristna je tudi z vidika ostalih naložb v prehrambeni industriji.*

2.4.1.a Ocenovrednosti delnic družbe Mercator z dne 25. 10. 2004 je na podlagi naročila SOD izdelala družba Teseus po stanju na dan 31. 12. 2003 za manjšinski delež 13,57 odstotka, ki je bil na ta dan v lasti SOD. Ocenjevalec je pri cenitvi ustrezno izhajal iz predpostavke tržne vrednosti, saj je bila cenitev izvedena zaradi morebitne prodaje delnic, zato je uporabil dve metodi, in sicer metodo na borzo uvrščenih primerljivih podjetij in metodo diskontiranega denarnega toka. Čeprav je bila cenitev izvedena na podlagi predpostavke tržne vrednosti, moramo opozoriti, da je bila izdelana za prodajo povprečnemu (neznane) kupcu, upoštevan pa je bil odbitek za pomanjkanje obvladovanja v višini 18,9 odstotka. Vrednost ene delnice je bila ocenjena v razponu od 27.583 tolarjev do 45.189 tolarjev, ocenjena srednja vrednost pa v znesku 35.200 tolarjev. Neposredna uporaba te cenitve kot podlage za odločanje o prodaji delnic v avgustu 2005 ni ustrezna, saj je med datumom cenitve<sup>70</sup> in izvedenimi dogovori o prodaji delnic preteklo 17 mesecev.

2.4.1.b Predvidena cena za povečanje kapitala v dokapitalizaciji družbe Mercator je bila v Povabilu k dokapitalizaciji družbe Poslovni sistem Mercator, d. d., Ljubljana (v nadaljevanju: Povabilo k dokapitalizaciji) določena v znesku 38.000 tolarjev. Iz Povabila k dokapitalizaciji ne izhaja, na kakšen način je bila ta cena izračunana. Z uporabo predpostavk vrednosti pri ocenjevanju podjetij bi lahko šlo tudi za notranjo vrednost (intrinsic value<sup>71</sup>). Predpostavka »notranje vrednosti« je pri prodaji večjih deležev lastništva lahko primernejša od predpostavke »tržne vrednosti«<sup>72</sup>, vendar ni primerna za vrednotenje prodajne vrednosti delnic. Predlog dokapitalizacijske cene, ki jo pripravi uprava družbe Mercator za dokapitalizacijo, ne predstavlja neodvisne ocenitve, ki bi bila lahko podlaga za določitev prodajne cene delnic družbe Mercator tretji osebi.

2.4.1.c V oceni dokapitalizacijske vrednosti, ki jo je pripravila strokovna služba SOD 5. 5. 2005<sup>73</sup>, je zapisano, da strokovna služba predlaga sodelovanje v dokapitalizaciji, saj je smiselno, da si SOD in KAD zagotovita ohranitev skupnega lastniškega deleža v višini najmanj 25,01 odstotka. Na podlagi opravljenih razgovorov SOD z družbo Mercator in prejetih dodatnih pojasnil glede predlagane cene za

<sup>70</sup> Cenitev v skladu s pravili ocenjevanja vsebuje omejitev, da ocena vrednosti velja le za morebitni namen prodaje in le za datum vrednotenja.

<sup>71</sup> Guide to Valuation, poglavje 2, stran 3 (člen 201.9): Čeprav se pojem včasih ne uporablja konsistentno, pa naj bi ta cenitev na podlagi te predpostavke temeljila na podrobnejših analizah in presoji neodvisnih borznih analitikov, investicijskih bankirjev ali upravljavcev finančnega premoženja.

<sup>72</sup> Saj izhaja iz vrednotenja družbe na dolgi rok, medtem ko predpostavka tržne vrednosti lahko odseva tudi trenutne (kratkoročne) vplive na tržne razmere. Večji deleži v delniških družbah pa se običajno prodajajo v daljših časovnih obdobjih.

<sup>73</sup> Stališče glede dokapitalizacije družbe PS Mercator, d. d.



dokapitalizacijo je strokovna služba podala mnenje, da so projekcije poslovanja zelo »konzervativne« in ne opravičujejo vplačila delnic po ceni 40.000 tolarjev. Stališče strokovne službe SOD iz maja leta 2005 ne temelji na izvedeni cenitvi SOD, temveč na izvedenih projekcijah poslovanja družbe Mercator, kar ni ustrezna podlaga za presojo prodajne cene delnic družbi Pivovarna Laško. Ker SOD sodi med finančne investitorje in ne med investitorje, ki imajo pri nakupu delnic družbe Mercator poleg denarnega donosa iz naložbe še druge motive za nakup, je za vrednotenje nakupne cene delnic za potrebe SOD oziroma za potrebe dokapitalizacije ocena strokovne službe SOD ustrezna. Pri nakupu delnic katere koli družbe je za SOD primerno upoštevati predpostavko tržne vrednosti ali pa notranje vrednosti, ki temelji na pričakovanih donosih od finančne naložbe v delnice družbe Mercator, ne pa predpostavko vrednosti za naložbenika, kot je to primer, ko te naložbe prodaja SOD.

2.4.1.d Borzna cena delnic družbe Mercator je 30. 8. 2005 znašala 37.995 tolarjev in predstavlja tržno vrednost. Predpostavka »tržne vrednosti« ne predvideva ocenjevanja za potrebe določenega kupca ali prodajalca, ampak za povprečne prodaje na trgu<sup>74</sup>. Uporaba te predpostavke bi bila primerna za določitev izhodiščne cene, če bi se SOD odločila za javno zbiranje ponudb za prodajo tega deleža in bi prodala delnice najboljšemu ponudniku. Ker pa SOD ni prodajala na tak način, temveč je prodala delnice znanemu kupcu, ki je sprožil postopek prodaje, pripravil pogodbo in imel pobudo pri vodenju postopka, bi morala SOD pri ocenjevanju ustreznosti ponujene prodajne vrednosti upoštevati predpostavko »vrednost za naložbenika«. Uporabo te predpostavke še potrjuje dejstvo, da gre za podjetje iz živilsko predelovalne panoge, ki lahko poleg zgolj finančnih donosov iz naložbe pričakuje tudi druge koristi od te naložbe.

Opozarjamo, da, tudi če bi bila uporaba te predpostavke ustrezna, borzna cena za delnice te družbe ni primerna podlaga za ocenjevanje ustreznosti cene obravnavane količine prodanih delnic že zaradi obsega posla, saj je bila povprečna cena, ki je bila dosežena na Ljubljanski borzi od 1. 1. 2005 do 30. 8. 2005 in je znašala 38.564,38 tolarja, odraz povprečnega dnevnega prometa z vsemi delnicami te družbe v obsegu 2.553 lotov, neposredno preko borznega trgovalnega sistema pa le v obsegu 1.133 lotov<sup>75</sup>, medtem ko je SOD prodala 547.841 lotov delnic družbe Mercator.

2.4.1.e Pred odločanjem o potrditvi pogodbe na UO SOD je direktor družbe v dogovoru s predsednikom UO SOD strokovnim službam 5. 9. 2005 naročil izvedbo interne cenitve za sejo UO SOD, ki je potekala 8. 9. 2005. Strokovna služba je zaradi pomanjkanja časa, saj je imela na voljo za izdelavo cenitve le tri dni, izdelala hitro cenitev tržne vrednosti<sup>76</sup>, ki ne vsebuje vseh elementov za interno cenitev, kot jo opredeljuje interni akt SOD Interno vrednotenje kapitalskih naložb (Pravila, postopki in obrazci)<sup>77</sup>. Strokovne službe so tako le preverile ustreznost predpostavk za leto 2004 iz cenitve, ki jo je opravila družba Teseus na dan 31. 12. 2003, in potrdile razpon vrednosti med 27.583 tolarjev in 45.189 tolarjev, ki izhaja iz cenitve na dan 31. 12. 2003. Na podlagi metode primerljivih podjetij je bila podana ocena vrednosti v razponu med 35.020 tolarjev in 42.582 tolarjev. Iz hitre ocene je razvidno, da ne vsebuje potrditve ocene po dinamični metodi (DCF), ki bi bila potrebna za temeljito oceno vrednosti po standardih stroke. Hitra cenitev je bila opravljena za namen prodaje manjšinskega deleža (tako kot zunanja cenitev) in s predpostavkami:

- tržne vrednosti,

<sup>74</sup> Valuing a business, str. 349.

<sup>75</sup> Ljubljanska borza, obr. št. 24/06-PP z dne 18. 7. 2006.

<sup>76</sup> Hitra ocena tržne vrednosti manjšinskega (neobvladujočega) 13,57-odstotnega lastniškega kapitala podjetja PS Mercator, d. d., Ljubljana na dan 31. 12. 2004 (dokument SOD z dne 7. 9. 2005).

<sup>77</sup> Pravila in postopki pri internem vrednotenju kapitalskih naložb SOD z dne 27. 1. 2004.

- več kot mesec dni pred podpisom pogodbe o prodaji delnic družbe Mercator (dne 20. 7. 2005) je bilo javno objavljeno, da naj bi cena dokapitalizacijske delnice za družbo Mercator znašala 38.000 tolarjev (do 31. 10. 2005); ne glede na to v obdobju (mesec dni) pred podpisom prodajne pogodbe na SOD ni bila pripravljena ocena vrednosti, ki bi upoštevala ta podatek,
- podlaga ali analiza za upoštevanje predpostavko glede nižje rasti družbe Mercator iz hitre ocene ali njenih prilog ni razvidna; ne glede na to, da je družba Mercator objavila polletne rezultate o svojem poslovanju v prvi polovici leta 2005 že pred podpisom prodajne pogodbe, pri pripravi hitre ocene tržne vrednosti delnice družbe Mercator niso bili upoštevani zadnji razpoložljivi in javno objavljeni podatki o poslovanju družbe Mercator<sup>78</sup>.

Ocenjujemo, da so za obravnavani primer predpostavke neustrezne, zato ugotavljamo, da hitra cenitev ni predstavljala ustrezne podlage za odločanje vodstva SOD, in glede na to, da je bila hitra cenitev tržne vrednosti izdelana po datumu podpisa prodajne pogodbe, dejansko ni bila podlaga vodstvu SOD za odločanje o ustreznosti višine prodajne cene.

#### *Pojasnilo SOD*

*Za hitro oceno po metodi primerljivih podjetij je SOD uporabila bazo Bloomberg na KAD. Izbrana primerljiva podjetja so povsem enaka, kot jih je uporabil pooblaščen ocenjevalec iz družbe Teseus. Kot je navedeno v hitri cenitvi, se tudi uporabljeni mnogokratniki bistveno ne razlikujejo od mnogokratnikov, ki jih je uporabil pooblaščen ocenjevalec.*

2.4.1.f V hitri oceni sta bili navedeni dve prilogi: podatki Bloomberg in izračuni po metodi primerljivih podjetij. Ugotavljamo, da ni dokazil, da bi SOD za pripravo hitre ocene uporabila ustrezne podlage, ker nobena od navedenih prilog ni bila priložena k hitri oceni in računskemu sodišču niso bile predložene.

2.4.1.g Pogodba o prodaji delnic družbe Mercator sicer vsebuje odločni pogoj, da ne velja, dokler je ne potrdi UO SOD vendar mora pred pridobitvijo soglasja UO SOD vodstvo SOD izvesti vsa potrebna dejanja v skladu z načeli dobrega gospodarja. Na podlagi ugotovitev v točkah od 2.4.1.a do 2.4.1.e ocenjujemo, da sta direktor in namestnik direktorja SOD podpisala pogodbo o prodaji delnic družbe Mercator, ne da bi na ustrezen način preverila ponujeno ceno družbe Pivovarna Laško.

2.4.1.h Čeprav je UO SOD zahteval dodatno preveritev ustreznosti prodajne cene od strokovnih služb SOD, pa zaradi razmeroma kratkega časovnega obdobja priprave interna oziroma hitra cenitev ni bila pripravljena tako, da bi bila ustrezna za odločanje o višini prodajne cene. Zato ugotavljamo, da je UO SOD odobril pogodbo o prodaji, ne da bi pridobil informacijo o ustrezni vrednosti teh delnic za prodajo družbi Pivovarna Laško.

2.4.1.i Glede na neprimernost podlag za oceno ustreznosti predlagane prodajne cene ponudnika Pivovarne Laško (v točkah 2.4.1.a do 2.4.1.g) ocenjujemo, da je SOD ravnala neučinkovito, ker:

- si kljub temu, da je KAD sočasno izvedla prodajo delnic družbe Mercator, ni prizadevala za skupno prodajo in je ločeno prodajala zgolj svoje delnice družbe Mercator; pri prodaji skupnega deleža, ki presega 25 odstotkov vseh delnic družbe Mercator, bi SOD lahko iztržila večjo ceno najmanj zaradi

---

<sup>78</sup> Iz podatkov polletnega poročila družbe Poslovni sistem Mercator (objavljeno dne 24. 8. 2005) je razvidno, da »je družba ustvarila čisti poslovni izid v višini 4.978 milijonov tolarjev. Brez upoštevanja enkratnega dobička pri prodaji finančne naložbe v družbo Sava, d. d., Kranj, bi v obdobju 1-6/2005 znašal čisti poslovni izid 3.491 milijonov tolarjev, kar je za 29,5 odstotka več kot v opazovanem obdobju preteklega leta in bi presegal načrtovanega za 13,6 odstotka.«

zmanjšanja ali celo neupoštevanja odbitka za pomanjkanje obvladovanja zaradi razpršenega lastništva ostalih delničarjev;

- pri pogajanjih o prodajnih pogojih ni izhajala iz ustreznih pogajalskih izhodišč, ker ni imela podatka o ocenjeni vrednosti na podlagi predpostavke »vrednost za naložbenika«, ter je pristala na ponujeno ceno, ki temelji na neustrezni predpostavki za vrednotenje.

Pri obravnavanju prevzemne premije moramo opozoriti, da je mogoče vrednost obvladujočega deleža družbe izračunati kot vrednost deleža družbe (borzno ceno), ki se jo poveča za prevzemno premijo zaradi sinergijskih učinkov, ki bi jih z nakupom dosegel kupec, kar se pri ocenjevanju vrednosti doseže z uporabo predpostavke »vrednost za naložbenika«. Vrednost manjšinskega deleža se lahko ugotovi tudi tako, da se oceni vrednost obvladujočega deleža z upoštevanjem sinergijskih učinkov, ki se lahko zmanjša za odbitek za pomanjkanje obvladovanja. Odbitek za pomanjkanje obvladovanja je tako zgolj negativni odraz prevzemne premije. Prevzemna premija in odbitek za pomanjkanje obvladovanja sta namreč le različna načina izračuna učinkov na vrednost delnic z vidika možnosti obvladovanja družbe oziroma možnosti uveljavljanja sinergijskih učinkov<sup>79</sup>. Dejanska prevzemna premija pa bi se izkazala zgolj ob izvedbi transparentne prodaje delnic družbe Mercator, v kateri bi lahko sodelovali vsi zainteresirani kupci. SOD bi morala ob prodaji na način, kot je bila izvedena, pri oceni ustreznosti prodajne vrednosti delnic družbe Mercator upoštevati predpostavko »vrednost za naložbenika« in ne tržne vrednosti za manjšinski delež oziroma borzno ceno.

#### Pojasnilo SOD

*Vrednost za naložbenika je mogoče uporabiti kot standard vrednosti le tedaj, kadar konkreten naložbenik lahko doseže določene koristi od naložbe v premoženje, ki jih ostali naložbeniki na trgu ne morejo. Da lahko naložbenik pridobi dodatne koristi od naložbe, je nujno, da pridobljeno naložbo dejansko obvladuje. Vrednost za naložbenika je povezana z obvladujočim, kontrolnim lastniškim deležem in se običajno uporablja pri prevzemih podjetij, kjer prevzemno podjetje po prevzemu upravljalško popolnoma obvladuje ciljno podjetje.*

Prevzemna premija je dejansko povezana z obvladovanjem družbe, vendar je višina prevzemne premije odvisna od stopnje obvladovanja družbe. Za doseganje prevzemne premije ni potrebno popolno obvladovanje družbe, kot trdi SOD, saj je stopnja obvladovanja odvisna tudi od razpršenosti lastništva. To dokazuje tudi izračun povprečne prevzemne premije v Mergerstat Review Studies, ki v izračunu povprečne višine prevzemnih premij upošteva vse prodaje delnic, ki predstavljajo več kot 10-odstotni lastniški delež.

## 2.4.2 Tveganja in ustreznost zavarovanja interesov SOD v prodajni pogodbi

Pri analizi pogodbenih določil smo ugotovili nezadostno skrbnost SOD pri sklepanju pogodbe o prodaji, kar je predstavljeno v nadaljevanju te točke.

<sup>79</sup> Valuing a Business, str. 354 in naprej. Mergerstat Review Studies spremlja višine uresničenih prevzemnih premij na trgih vrednostnih papirjev v Združenih državah Amerike, ki se gibljejo okrog 30 odstotkov na borzne cene pred pričetkom prevzema. Pri tem velja opozoriti, da se v izračunu upoštevajo vse prodaje delnic, ki predstavljajo več kot 10-odstotne lastniške deleže v podjetjih iz Združenih držav Amerike, pri katerih je bila prodajna cena več kot 1 milijon dolarjev in je vsaj ena izmed strank v prodaji rezident Združenih držav Amerike.

2.4.2.a Pogodba določa, da se kupnina zmanjša za znesek dividende<sup>80</sup>, za katere je pred dnem plačila kupnine nastala pravica do izplačila. Če bi bil na skupščini delničarjev družbe Mercator izglasovan sklep o izplačilu dividend, to ne bi vplivalo na višino prejete kupnine SOD, bi pa dejansko zmanjšalo prodajno ceno, ki bi jo moral plačati kupec. S tem se je SOD odrekla možnemu donosu lastnega kapitala v obliki dividend. Namesto dividend je bila dogovorjena pogodbeno obrestna mera za obročna plačila kupnine.

Pri ocenjevanju učinkovitosti te odločitve smo naredili primerjavo med donosom iz dogovorjenih obresti in donosom iz dividend, ki bi jih SOD prejela ob predpostavki dosedanje dividendne politike družbe Mercator z upoštevanjem količine še neodkupljenih delnic po pogodbeno določenem roku odkupa, kar je prikazano v tabeli 2.

Tabela 2: Primerjava podatkov o obračunanih zneskih štirih obrokov kupnine po prodajni pogodbi s podatki o višini dividende<sup>81</sup>

		v tisoč tolarjih				
Zap. št.	Opis	1. obrok	2. obrok	3. obrok	4. obrok	Skupaj
	Zneski po določilih prodajne pogodbe:					
1 a)	EURIBOR + 0,7 odstotka za osnovne delnice	498.444	364.852	237.919	119.290	1.220.50
1 b)	5-odstotna linearna za dokapitalizacijske delnice <sup>82</sup>	287.859	138.589	46.614	26.155	499.21
1	Skupaj (1 a + 1 b)	786.302	503.441	284.533	145.445	1.719.72
2	Znesek dividende (po dividendni politiki) <sup>83</sup>	328.705	267.073	191.744	102.720	890.24
3	Razlika (1 – 2)	457.598	236.368	92.789	42.725	829.48

Vir: prodajna pogodba za prodajo delnic družbe Mercator, pregled poslovanja skupine Mercator za obdobje od 1997 do 2004 (april 2005).

#### Pojasnilo SOD

Obrestna mera v prodajni pogodbi (šestmesečni EURIBOR, povečan za 0,7 odstotka letno) se ne odmika od ravni tržnih obrestnih mer v kreditnih razmerjih s podobno ročnostjo kredita (kot je rok za plačilo kupnine) za kreditojemalce z boniteto,

<sup>80</sup> Podrobneje v točki 2.3.2.

<sup>81</sup> Pri izračunih so bili upoštevani podatki, ki so bili na voljo SOD na dan 30. 8. 2005.

<sup>82</sup> Pri izračunu je bila za osnovo upoštevana prodajna cena delnice v znesku 38.000 tolarjev in ne emisijska cena (za dokapitalizacijsko delnico) v znesku 38.234,25 tolarja, ki jo je dne 15. 12. 2005 plačala SOD družbi Mercator, kar izhaja iz določila v prodajni pogodbi, da se upošteva od dneva podpisa prodajne pogodbe do dneva plačila kupnine za te delnice.

<sup>83</sup> Pregled poslovanja skupine Mercator od leta 1997 do 2004 z načrti za prihodnost, april 2005. Upoštevani zneski bruto dividend glede na zneske bruto dividend iz predhodnih let: za 2003: 450 tolarjev, za 2004: 500 tolarjev. Na tej podlagi upoštevani zneski za leto 2005: 550 tolarjev, za leto 2006: 600 tolarjev, za leto 2007: 650 tolarjev, za leto 2008: 700 tolarjev in za leto 2009: 750 tolarjev.

*primerljivo z boniteto družbe Pivovarna Laško. Ti so se v opazovanem obdobju zadolževali po obrestni meri na ravni šestmesečnega EURIBOR, povečanega za 0,7 do 0,9 odstotka letno.*

Zaradi velikega tveganja, ki bi ga SOD prevzela, če bi se SOD ob uresničevanju glasovalnih pravic na kupca želela dodatno poplačati iz dividend in morebitnega povečanja vrednosti delnic družbe Mercator do dejanskega plačila kupnine, je SOD morala v pogodbi določiti še druge načine zavarovanja dogovorjene kupnine. SOD je ravnala ustrezno, ko je:

- dovolila zmanjšanje kupnine za izplačane dividende<sup>84</sup> in se v zameno dogovorila za obrestovanje fiksno dogovorjene kupnine do plačila, kar z upoštevanjem znanih informacij ob podpisu pogodbe predstavlja pozitiven učinek v vrednosti 829.481 tisoč tolarjev,
- zmanjšala tveganje zaradi možnega znižanja vrednosti delnic družbe, tako da se je dogovorila, da je kupec dolžan plačati za delnice, ki so predmet nove izdaje delnic družbe Mercator, znesek, ki je enak emisijski ceni; to sicer pomeni, da je bila določitev pogodbene vrednosti prepuščena tretjemu (skupščini družbe Mercator), vendar pa SOD ni prevzela tveganja za morebitno znižanje vrednosti delnic družbe Mercator zaradi vpliva kupca na poslovanje družbe Mercator,
- v pogajanjih dosegla obrestovanje zneska kupnine po obrestni meri EURIBOR + 0,7 odstotka oziroma 5 odstotkov, saj je to presegalo obrestno mero, po kateri se je SOD zadolžila za vplačilo delnic v dokapitalizaciji družbe Mercator, in je hkrati predstavljalo obrestovanje po ustrezni tržni obrestni meri.

2.4.2.b Ne glede na ugotovljene pozitivne učinke ravnanja SOD ocenjujemo, da SOD ni ravnala z zadostno skrbnostjo, ker ni dokazil, da bi pred sklenitvijo prodajne pogodbe z analizo ali izračuni preizkusila sprejemljivost prodajnih pogojev in na teh podlagah sprejela odločitev.

2.4.2.c V pogodbi je kot sredstvo zavarovanja interesov prodajalca vključen pridržek obveznosti prenosa ene šestnajstine celotne količine delnic na kupca do popolnega plačila delnic. Ocenjujemo, da SOD ni imela zadostnega zavarovanja plačila za delnice, ker:

- je bil kupec dolžan na pridobljenih delnicah le ustanoviti predkupno pravico v korist prodajalca, pri čemer, tudi če ne bi prišlo do realizacije, ni bilo dogovorjene pogodbene kazni,
- si ni zagotovila zavarovanja glede tveganja, če bi se tržna vrednost delnic družbe Mercator pred plačilom teh delnic pomembno povečala.

2.4.2.d Ocenjujemo, da bi SOD za zavarovanje svojih interesov po ustanovitvi predkupne pravice morala v pogodbo vključiti dodatna sredstva zavarovanja.

2.4.2.e Glede upravljavskih pravic je določba o uresničevanju glasovalnih pravic na kupca nejasna, saj določa le, da ima kupec pravico zahtevati od prodajalca, da za zastopanje na skupščini družbe Mercator imenuje pooblaščenca, ki ga določi kupec, vsebina pooblastilnega razmerja pa ni določena. Na tej podlagi obseg upravičenosti za zastopanje določa pooblastitelj – delničar z izjavo volje, ki jo zapiše v pooblastilo. Takšno določilo dopušča dve možnosti:

- da se prodajalec ob vsaki skupščini odloča, ali bo dal splošno ali konkretno pooblastilo, ter ali bo naložil pooblaščenca, ki ga določi kupec, da glasuje po navodilih prodajalca ali kupca,
- da je prodajalec dolžan dati splošno pooblastilo, pooblaščenec pa glasuje na skupščini v skladu z navodili kupca ali po svoji presoji.

---

<sup>84</sup> Kupec bi namreč lahko vplival, da družba Mercator v obdobju do odkupa delnic ne bi izplačevala dividend ali pa bi njihovo višino močno zmanjšala.

2.4.2.1.a Iz prodajne pogodbe je tudi razvidno, da je bila SOD dolžna za izvrševanje glasovalnih pravic iz vseh delnic, ki so predmet pogodbe, izdati pooblastilo za zastopanje osebi, ki jo določi kupec, čeprav kupec še ni plačal delnic, saj je bil rok za plačilo prvega obroka šele več kot eno leto po podpisu pogodbe<sup>85</sup>.

2.4.2.f Pogodba vsebuje naslednja tveganja za prodajalca:

- ob zvišanju kupnine pri obročnem nakupu celotne količine delnic, če bi dal kupec do 31. 12. 2006 ponudbo za prevzem, bi bil varovan le 16 od 52 mesecev,
- ni dovolj natančne opredelitve prepovedi razpolaganja kupca z že pridobljenimi delnicami pred plačilom celotne kupnine za celotno količino delnic,
- ni razviden namen pogodbenih strank o prepovedi razpolaganja kupca z delnicami oziroma kakšen drug razlog za tako omejitvev.

2.4.2.g V juniju 2005 je vlada sprejela Strategijo razvoja Slovenije, ki opredeljuje vizijo in cilje razvoja Slovenije ter vključuje pet razvojnih prioritiet z akcijskimi načrti<sup>86</sup>. Ocenjujemo, da vodstvo SOD pri prodaji delnic družbe Mercator ni upoštevalo usmeritev vlade iz Strategije razvoja Slovenije, kar je vplivalo tudi na doseganje cilja - zagotavljanje največje možne kupnine pri oblikovanju in prilagajanju strategije izstopa SOD iz gospodarskih družb, ki je bil vključen v poslovni načrt SOD za leto 2005.

## 2.5 Postopek dokapitalizacije družbe Mercator

### 2.5.1 Odločitev za dokapitalizacijo družbe Mercator

Na sestanku med predstavniki SOD, KAD in družbe Mercator 26. 4. 2005 so bila predstavljena izhodišča za razpravo o vsebini sklepov skupščine družbe Mercator, ki je bila načrtovana za julij 2005. SOD in KAD sta se zavezala usklajena stališča posredovati upravi in NS Mercator na podlagi dodatnega pregleda delovnih gradiv in delovnega srečanja.

V maju 2005 so strokovne službe SOD<sup>87</sup> ugotovljale posledice znižanja skupnega deleža SOD in KAD z 29,88-odstotnega na 24,09-odstotni lastniški delež, če bi bila dokapitalizacija izvedena. Družba Mercator prvotno ni predvidela, da bi SOD in KAD sodelovali pri dokapitalizaciji. Predlog strokovne službe SOD je bil, naj se ohrani skupni 25,01-odstotni delež SOD in KAD. Na podlagi izdelanih izračunov potrebnega nakupa delnic za ohranitev tega deleža<sup>88</sup> je bila ocena, da je glede na poslovne načrte družbe Mercator

<sup>85</sup> Rok za plačilo prvega obroka je bil 14. 9. 2006.

<sup>86</sup> Tretja razvojna prioriteta Strategije razvoja Slovenije, ki jo je vlada sprejela dne 23. 6. 2005, je med ukrepe povečanja institucionalne konkurenčnosti in učinkovitosti države uvrstila zmanjšanje vloge SOD pri vodenju podjetij, postopno odprodajo deležev SOD v podjetjih ter njeno preoblikovanje v institucionalnega portfeljskega investitorja in da mora umik SOD potekati pregledno ob enakopravni obravnavi vseh delničarjev in z iskanjem najboljšega ponudnika.

<sup>87</sup> Stališče glede dokapitalizacije družbe Mercator z dne 5. 5. 2005.

<sup>88</sup> Za ohranitev 25,01-odstotnega kvalificiranega deleža SOD in KAD bi bilo potrebno dokupiti 4.267 delnic, kar bi pri ceni 40.000 tolarjev za delnico znašalo 170.680 tisoč tolarjev. Za ohranitev obstoječega lastniškega deleža bi bilo po ceni 40.000 tolarjev za delnico potrebno vplačati 7.669.342 tisoč tolarjev, od tega SOD 3.524.756 tisoč tolarjev.

dokapitalizacija potrebna, vendar projekcije poslovanja družbe Mercator v prihodnjih letih ne opravičujejo vplačila 3,5 milijarde tolarjev (po predvideni ceni 40.000 tolarjev za eno delnico v dokapitalizaciji).

NS družbe Mercator je 19. 7. 2005 sprejel sklep o povečanju osnovnega kapitala z vplačilom novih delnic v emisijskem znesku (vplačilo) 38.000 tolarjev na delnico. Družba Mercator je na podlagi tega sklepa 29. 8. 2005 posredovala SOD povabilo k dokapitalizaciji. SOD je 29. 9. 2005 družbi Mercator sporočila, da je pripravljena sodelovati pri dokapitalizaciji in vplačilo za delnice nakazati najkasneje do 31. 12. 2005. Na tej podlagi je SOD 15. 12. 2005 nakazala 4.089.153 tisoč tolarjev za 106.950 novih delnic družbe Mercator. Povečanje osnovnega kapitala družbe Mercator je bilo v sodni register vpisano 28. 12. 2005<sup>89</sup>.

#### *Pojasnilo SOD*

*Cena 38.000 tolarjev za delnico družbe Mercator ni opravičevala sodelovanja v dokapitalizaciji družbe Mercator, hkerati pa bi opustitev sodelovanja pri dokapitalizaciji zmanjšala proporcionalni lastniški delež SOD v družbi Mercator. Zaradi tega se je prodaja delnic družbe Mercator po ceni, pri kateri SOD ni imela želje po obranjanju proporcionalnega lastniškega deleža v družbi Mercator s sodelovanjem v dokapitalizaciji, pokazala za utemeljeno odločitev. Sodelovanje v dokapitalizaciji družbe Mercator je bil način zavarovanja SOD pred zmanjšanjem deleža v družbi Mercator, če družba Pivovarna Laško ne bi izvršila plačila oziroma se pogodba ne bi realizirala. SOD je delnice prodala, da bi pridobila likvidna sredstva.*

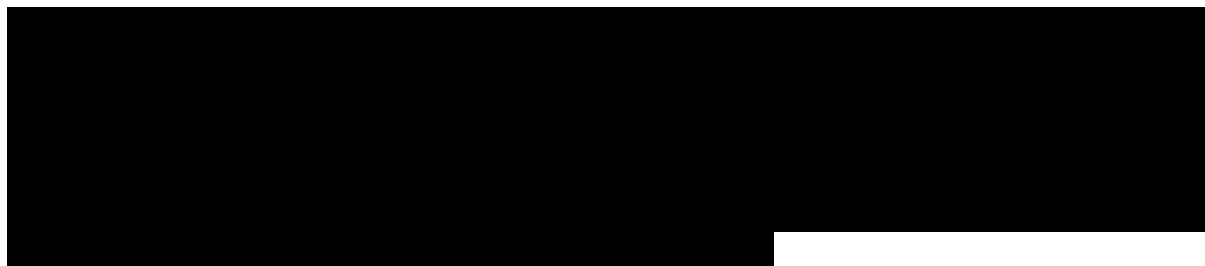
*Sodelovanje SOD v dokapitalizaciji družbe Mercator ni bilo predmet strokovne presoje, temveč izpolnjevanje obveznosti iz prodajne pogodbe, ki jo je UO SOD že obravnaval in z njo soglašal.*

NalO SOD je dokapitalizacijo obravnaval na 1. izredni seji NalO SOD 8. 9. 2005. Na predlog direktorja SOD je NalO SOD podprl dokapitalizacijo družbe Mercator, pri kateri naj bi SOD sodelovala v višini, ki zagotavlja ohranitev deleža SOD v osnovnem kapitalu družbe, predhodno pa mora podati soglasje o vključitvi SOD v dokapitalizacijo še UO SOD. Istega dne je UO SOD sprejel sklep, da soglašajo z dokapitalizacijo družbe Mercator. Ugotovili smo, da UO SOD ob podaji soglasja ni imel ustreznih in popolnih informacij o razlogih in učinkih sodelovanja SOD v dokapitalizaciji. UO SOD je k sodelovanju SOD v dokapitalizaciji družbe Mercator podal soglasje, ne da bi prej proučil vse okoliščine dokapitalizacije družbe Mercator (razloge za dokapitalizacijo, podlage za oblikovanje cene novo izdanih delnic, učinke sodelovanja SOD v dokapitalizaciji). SOD je morala vplačati delnice v dokapitalizaciji družbe Mercator pred prejemom kupnine za te delnice, glede na določila prodajne pogodbe pa je obstajala možnost nerealizacije prodajne pogodbe z družbo Pivovarna Laško, ki ni bila ustrezno zavarovana. Če prodajna pogodba ne bi bila realizirana, bi SOD obdržala v lasti delnice, vplačane v dokapitalizaciji družbe Mercator po ceni, za katero je ocenjevala, da ni ugodna, in za katere ni imela interesa, da jih obdrži v celotni količini. UO SOD bi zato moral imeti pri odločanju o soglasju k sodelovanju SOD v dokapitalizaciji družbe Mercator popolne in ustrezne informacije za strokovno odločitev o pridobitvi delnic družbe Mercator ne glede na sklenitev pogodbe, s katero so bile te delnice že prodane.

<sup>89</sup> Vpis v sodnem registru pri Okrožnem sodišču v Ljubljani – osnovni kapital družbe Mercator znaša po povečanju 33.561.540 tisoč tolarjev in je razdeljen na 3.356.154 navadnih imenskih delnic z nominalno vrednostjo 10 tisoč tolarjev. 4. 5. 2006 je družba Mercator obvestila SOD, da je bila nova izdaja delnic vpisana v register pri KDD in da jih namerava Ljubljanska borza uvrstiti na kotacijo 5. 5. 2006. SOD je na podlagi teh obvestil 10. 5. 2006 izvedla prenos delnic v registru pri KDD na družbo Pivovarna Laško.

## 2.5.2 Financiranje vplačila delnic za dokapitalizacijo družbe Mercator

NalO SOD je na sejah 12. 9. 2005 in 22. 9. 2005 zadolžil oddelek zakladništva za pripravo načrta denarnih tokov do konca leta 2005, ki naj bi vključeval tudi obveznost iz dokapitalizacije družbe Mercator. 3. 10. 2005 je NalO SOD potrdil tudi razporeditev prostih sredstev za dokapitalizacijo v znesku 4,3 milijarde tolarjev, kljub temu da je predlog za naložbe v oktobru 2005 vseboval predlog za dokapitalizacijo družbe Mercator v znesku 1.040 tisoč tolarjev oziroma vplačilo 27.600 delnic MELR, možno pa naj bi bilo tudi celotno vplačilo 88.178 delnic do 31. 10. 2005 ob predčasni prodaji dolžniških naložb. 10. 10. 2005 je NalO SOD sprejel sklep, da se prične s postopkom za kratkoročno zadolžitev SOD pri bankah, da bi se zagotovila likvidna sredstva za vplačilo dokapitalizacije družbe Mercator.



### *Pojasnilo SOD*

*Datum vplačila dokapitalizacijskih sredstev kljub obrestovanju izhodiščne cene delnic za dokapitalizacijo ni imel vpliva na poslovni izid SOD. Kupec dokapitalizacijskih delnic je priznal SOD enako obrestno mero, kot jo je plačala po 31. 10. 2005. V so razliko v višji ceni delnice je tako plačal kupec s kupnino 31. 1. 2006.*



- <sup>91</sup> Bančna posojila so bila najeta po pogojih, na katere je dalo soglasje MF. Pri treh od petih bančnih posojil je bil rok črpanja dogovorjen na dan podpisa pogodbe (11. 11. 2005).
- <sup>92</sup> Iz priloge k vpisnemu potrdilu za dokapitalizacijske delnice družbe Mercator, ki ga je družba Mercator posredovala na SOD dne 7. 10. 2005 (gibanje cene delnic iz dokapitalizacije družbe Mercator v odvisnosti od datuma vplačila), je razvidno, da je cena delnice v dokapitalizaciji do 31. 10. 2005 znašala 38.000 tolarjev nato pa se je cena dnevno zviševala po letni obrestni meri 5 odstotkov na linearen način obračuna (štete dni je dejansko - 365 dni). Na dan 12. 11. 2005 je cena delnice znašala 38.062,47 tolarja.



Tabela 3: Primerjava donosa kratkoročnih finančnih naložb in stroškov financiranja posojil v obdobju od črpanja posojil do vplačila delnic (dne 15. 12. 2005)

		v tisoč tolarjih
Zap. št.	Opis	Znesek
1	Donos kratkoročnih finančnih naložb v znesku 4.123.964 tisoč tolarjev od 11. 11. 2005 do vplačila dokapitalizacijskih delnic	13.665
2	Obračunane obresti skupaj po bančnih posojilih od 11.11.2005 do vplačila delnic v dokapitalizaciji	10.737
<b>3 = 1 - 2 Razlika</b>		<b>2.928</b>

Vir: Obresti iz posojil v obdobju od 11. 11. 2005 do 15. 12. 2005 (izračun SOD z dne 27. 9. 2006), Naložbe denarnih sredstev, pridobljenih iz črpanja kreditov 11. 11. 2005 (izračun SOD z dne 25. 9. 2006).

Čprav je SOD prejela posojilo 11. 11. 2005, teh sredstev ni takoj porabila za vplačilo dokapitalizacijskih delnic, temveč jih je do vplačila delnic 15. 12. 2005 uporabljala sama za ustvarjanje donosa iz kratkoročnih finančnih naložb. Ker ni dokazil, da bi SOD v tem obdobju izdelala analize ali izračunavala razlike med donosom in bančnimi obrestmi za različne datume vplačila delnic v dokapitalizaciji, ocenjujemo, da SOD ni imela utemeljenih razlogov, da je delnice iz dokapitalizacije družbe Mercator vplačala 34 dni po dnevu črpanja posojila, ki je bilo pridobljeno za ta namen. SOD je v tem času ustvarila 2.928 tisoč tolarjev pozitivne razlike med donosom iz naloženih sredstev in obračunanimi bančnimi obrestmi, saj je zaradi pogodbenih določil vplačano razliko v ceni delnice iz dokapitalizacije družbe Mercator (ki se je od najetja posojila 11. 11. 2005 do 15. 12. 2005 povečala za 176,99 tolarjev) prenesla na kupca. Ne glede na izračunan pozitivni učinek opozarjamo, da namen najema bančnih posojil ni bil pridobivanje donosa SOD iz kratkoročnih finančnih naložb, temveč vplačilo delnic iz dokapitalizacije družbe Mercator. Namen delovanja SOD namreč ni naložbenje sredstev, prejetih na podlagi najetih bančnih posojil.

## 2.6 Plačilo in poraba kupnine

NalO SOD<sup>93</sup> je 17. 1. 2006 sprejel sklep, da se pripravi predlog za razporeditev sredstev za naložbe v okviru naložbene politike v obdobju od 2006 do 2008 za sredstva iz kupnine delnic družbe Mercator<sup>94</sup>, ker naj bi SOD prejel predvidoma 31. 1. 2006 celotno kupnino za prodajo delnic družbe Mercator v znesku 21.131.075 tisoč tolarjev. Družba Pivovarna Laško je 23. 1. 2006 SOD posredovala pisno izjavo o predčasnem odkupu delnic družbe Mercator v skladu s prodajno pogodbo. Kupnina je bila plačana 31. 1. 2006 v znesku 21.131.075 tisoč tolarjev na podlagi izračuna, ki ga je pripravil SOD 17. 1. 2006 v skladu s prodajno pogodbo. Dokazil o razlogih, zakaj je SOD sestavil 17. 1. 2006 izračun zneska kupnine na dan 31. 1. 2006 že pred prejemom obvestila kupca, med izvajanjem revizije ni bilo mogoče pridobiti.

NalO SOD je 30. 1. 2006 potrdil predlog za razporeditev kupnine od prodaje delnic družbe Mercator in naložbeno politiko SOD, ki je vsebovala okvirno shemo za naložbeno politiko SOD od leta 2006 do 2008

<sup>93</sup> 4. seja NO SOD. Na njej je bilo obravnavano gradivo o naložbeni politiki SOD v obdobju od 2006 do 2008, vendar je direktor predlagal, da se do 26. 1. 2006 podajo morebitne pripombe na to gradivo.

<sup>94</sup> Rok za pripravo tega predloga je bil do 26. 1. 2006.

s predvidenimi donosi po vrstah naložb in predvideno strukturo naložb. Ciljna donosnost celotnega naložbenega portfelja ob zmernem tveganju bi ob izvajanju naložbene politike v obdobju od 2006 do 2008 znašala povprečno 6,9 odstotka. Primerjavo med realizacijo in predlogom razporeditve kupnine<sup>95</sup> v obdobju od 30. 1. do 3. 2. 2006 prikazuje tabela 4.

#### *Pojasnilo SOD*

*Prilivi iz kupnin za družbo Mercator, Terme Čatež in Gorenje so bili načrtovani v tednu od 30. 1. 2006 do 3. 2. 2006 in so bili v tem obdobju tudi realizirani, zato ni mogoče natančno izločiti naložb, ki izvirajo samo iz kupnine za delnice družbe Mercator. Znesek kupnine v znesku 21,1 milijarde tolarjev predstavlja 48 odstotkov od predvidenih novih prodaj v letu 2006 oziroma 25 odstotkov dodatnih celotnih prilivov SOD. S tem se je povečala razpoložljivost denarnih sredstev za 56 odstotkov, zato je bil pripravljen prilagojen finančni načrt SOD za leto 2006. Naložbeni portfelj se je povečal za 15,3 milijarde tolarjev in je konec leta znašal 46,3 milijarde tolarjev. Med naložbami so prevladovali domače in tuje obveznice, ostale dolgoročne naložbe v depozite in potrdila o vlogi ter kratkoročne naložbe v zakladne menice. Del sredstev je bil v letu 2006 v skladu z naložbeno politiko namenjen povečanju strateških naložb SOD.*

---

<sup>95</sup> Od prodaje delnic družb: Mercator, Terme Čatež, d. d., Čatež ob Savi (v nadaljevanju: Terme Čatež) in Gorenje, d. d., Velenje (v nadaljevanju: Gorenje).



Ugotovili smo, da:

- je NaLO SOD (dne 6. 2. 2006) ugotovil, da je naložbena aktivnost potekala v skladu s predlogom o razporeditvi skupnega zneska kupnin; glede na razlike med realizacijo in predlogom (tabela 4) ta ugotovitev NaLO SOD ni bila v skladu z dejanskim stanjem,
- struktura realizirane razporeditve kupnine ni bila v skladu s sklepom NaLO SOD z dne 30. 1. 2006, s katerim je bila sprejeta okvirna shema za naložbeno politiko SOD od leta 2006 do leta 2008.

## 2.7 Evidentiranje nakupov, prodaje delnic in dokapitalizacije družbe Mercator

SOD je v aprilu in maju 2005 knjigovodsko evidentirala enajst nakupov ali skupno 5.515 delnic družbe Mercator v skupni vrednosti 210.821 tisoč tolarjev<sup>97</sup>. Knjigovodsko evidentiranje prodaje 440.891 delnic družbe Mercator v znesku 16.753.858 tisoč tolarjev<sup>98</sup> in realizacije kapitalskega dobička od prodaje, v znesku 9.883.840 tisoč tolarjev, je bilo izvedeno 7. 11. 2005 na podlagi temeljnice<sup>99</sup>.

Tabela 5: Knjigovodsko evidentiranje prodaje 440.891 delnic družbe Mercator

Dokument	Opis poslovnega dogodka	Datum dokumenta	Datum vnosa
Temeljnica (št. INT 105-A) <sup>100</sup>	vzpostavitev kratkoročne terjatve do kupca in zmanjšanje dolgoročnih finančnih naložb	8. 9. 2005	30. 9. 2005
Dnevnik knjiženja na dan 10. 2. 2006 (za temeljnico št. INT 105-A)	prodaja delnic PS Mercator vzpostavitev kratkoročne terjatve do kupca	8. 9. 2005	7. 11. 2005 10. 2. 2006
Temeljnica B-023N	plačilo kupnine za osnovne in dokapitalizacijske delnice ter poravnava kratkoročne terjatve do kupca	31. 1. 2006	ni podatka

Vir: dokumentacija SOD.

### Pojasnilo SOD

*Podlaga za knjiženje povečanja in zmanjšanja vrednosti kapitalskih naložb (nabavna vrednost, kapitalski dobički) je običajno izpis iz analitičnega programa portfelja. Pri prodajah kapitalskih naložb so temeljnicam običajno priloženi prodajni listi, ki jih pripravijo nosilci naložb in priložijo prodajne pogodbe oziroma pri dokapitalizacijah razne sklepe. Pri knjiženju prodaje delnic družbe Mercator pogodba o prodaji delnic računovodstvu ni bila predložena in prodajnega lista ni pripravil*

<sup>97</sup> Te delnice so bile del celotne količine dne 30. 8. 2005 prodanih delnic.

<sup>98</sup> Po ceni 38.000 tolarjev za delnico.

<sup>99</sup> Temeljnica INT-105A se je nanašala za september 2005, vsebovala pa je knjiženje prodajne vrednosti dne 8. 9. 2005 in knjiženje kapitalskega dobička iz prodaje delnic družbe Mercator 30. 9. 2005.

<sup>100</sup> Temeljnica št. 105-A je bila podpisana 30. 9. 2005.

*nosilec naložbe. Izdelan je bil drug obračun, ki ga je na zahtevo vodje računovodstva pripravil direktor SOD posebej za knjiženje te prodaje, vodja računovodstva pa je ob njegovi pripravi imela vpogled v originalno pogodbo o prodaji.*

2.7.a Temeljnica za evidentiranje prodaje 440.891 delnic družbe Mercator je bila pripravljena 30. 9. 2005, prilogo k temeljnici (ročno izpisan dokument z naslovom Podatki iz pogodbe o prodaji našega deleža družbe PS Mercator) je pripravil in podpisal direktor SOD<sup>101</sup> 25. 10. 2005. Ugotavljamo, da je bila podlaga za evidentiranje prodaje delnic temeljnica, katere priloga je bila pripravljena mesec dni kasneje, kar ni bilo v skladu z internimi navodili Notranje izpeljane knjigovodske listine in Gibanje notranjih knjigovodskih listin<sup>102</sup> in ni bilo kot običajno izvedeno na podlagi prodajne pogodbe in prodajnega lista, kot sledi iz pojasnil SOD.

2.7.b V bilanci stanja SOD na dan 31. 12. 2005 je izkazana kratkoročna terjatev za kupnino od prodaje delnic družbe Mercator, plačilo te terjatve, izvedeno 31. 1. 2006, je razkrito med dogodki po datumu bilance stanja. Vplačilo delnic v dokapitalizaciji družbe Mercator 15. 12. 2005 je bilo evidentirano kot kratkoročno dani predujem za delnice in deleže, saj delnice še niso bile izdane in vknjižene na račun SOD v KDD<sup>103</sup>. Kupnino za te delnice je družba Pivovarna Laško plačala 31. 1. 2006. SOD je 8. 5. 2006 izvedla prenos predujma za te delnice v znesku 4.089.153 tisoč tolarjev med dolgoročne finančne naložbe, 10. 5. 2006 pa prodajo teh delnic v istem znesku družbi Pivovarna Laško.

## 2.8 Preglednost postopka prodaje in poslovna skrivnost

### 2.8.1 Dokumentiranje postopka prodaje

2.8.1.a V juliju 2003 je notranja revizijska služba SOD obvestila oddelek za upravljanje kapitalskih naložb na SOD, da je zaradi arhiviranja potrebno vse prodajne mape podjetij, ki jih je SOD prodal po 1. 1. 2002 urediti v skladu z obvezno vsebino prodajne mape, ki jo je NaLO SOD potrdil na seji 16. 6. 2003<sup>104</sup>. Ugotovili smo, da prodajna mapa za prodajo delnic družbe Mercator ni vsebovala vseh obveznih sestavin: dokumentov, povezanih s ponudbo in povpraševanjem (vseh poslanih in prejetih dopisov in zapisnikov sestankov), in potrjenega predloga za prodajo delnic družbe Mercator. Med izvajanjem revizije je SOD računskemu sodišču predložila prodajno mapo za prodajo delnic družbe Mercator, ki poleg navedenega ni vsebovala zunanje cennice delnic družbe Mercator na dan 31. 12. 2003, ki jo je 25. 10. 2004 izdelala družba Teseus.

<sup>101</sup> Vsebovala je naslednje podatke: količino in ceno delnic (440.891 delnic po 38.000 tolarjev), datum pogodbe 30. 8. 2005 in datum spremembe lastništva 8. 9. 2005, roke plačila (14. 9. 2006, 20. 9. 2007, 18. 9. 2008 in 17. 9. 2009), navedbo obrestne mere (EURIBOR + 0,7 odstotka (šestmesečni) in dokapitalizacijske 5 odstotkov), ter da je dividenda del kupnine (za paket). Dokumentu je bil pripet tudi ročni zapis izračuna kapitalskega dobička za delnice družbe Mercator.

<sup>102</sup> Priloge k pravilniku o računovodstvu SOD z dne 10. 2. 2003: PR-III/3. in PR-III/4.

<sup>103</sup> Povečanje osnovnega kapitala družbe Mercator je bilo v sodni register vpisano 28. 3. 2006, nove delnice so bile v KDD vpisane 3. 5. 2006.

<sup>104</sup> Sklep NaLO SOD je bil sprejet pod zaporedno številko 8 (zapisnik NaLO SOD številka 19, z dne 16. 6. 2003).

*Pojasnilo SOD*

*Seznam dogovorov med SOD in KAD ni bil voden. Prav tako ne obstajajo korespondenca in zabeležke o pogajanjih med SOD in družbo Pivovarna Laško, povezanih s prodajo delnic družbe Mercator. Potek pogajanj izhaja iz pripomb oziroma pripisov k različnim osnutkom pogodb, izdelanih v postopku pogajanj o prodaji delnic družbe Mercator. Računskemu sodišču je bila predložena delna prodajna mapa, ki ni vsebovala vseh listin.*

Ugotavljamo, da SOD pri dokumentiranju postopka prodaje delnic družbe Mercator ni upoštevala sklepa NalO SOD, s katerim je bila določena obvezna vsebina prodajnih map. Obvezna vsebina prodajnih map zagotavlja preglednost postopkov prodaje, ki jo v povezavi s 14. členom statuta kot način prodaje določa 80.f člen ZJF.

2.8.1.b Ocenjujemo, da so na nepreglednost postopka prodaje delnic družbe Mercator<sup>105</sup> vplivali tudi naslednji dejavniki:

- postopkov prodaje kapitalskih naložb, s katerimi se trguje na organiziranem trgu kapitala, in njihovega dokumentiranja, SOD ni uredila v nobenem internem aktu<sup>106</sup>,
- SOD ni uskladila ravnanja z dokumentacijo (povezano s postopkom prodaje delnic družbe Mercator) z ugotovitvami službe za notranjo revizijo<sup>107</sup>, ker dokumentacija ni zadoščala za argumentiranje smotrnosti prodaj.

2.8.1.c Na podlagi predhodno izvedenih revizij pravilnosti in smotrnosti postopkov prodaje delnic je računsko sodišče v juliju 2004 priporočilo SOD, naj dopolni pravilnik o prodajah kapitalskih naložb in hkrati opredeli obveznost uporabe pravilnika oziroma kršitev dolžnega ravnanja in sprejme ustrezni interni predpis za zagotavljanje sistematičnega spremljanja realizacije vseh pogodbenih določil iz prodajnih pogodb in tako poskrbi za skrbništvo nad pogodbami.

*Pojasnilo SOD*

*Na SOD ni internega akta, ki bi predpisoval postopke prodaje kapitalskih naložb, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Dokumentiranje posameznih faz postopka prodaje, spremljanje realizacije pogodbenih določil (skrbništvo nad pogodbami) in obračun izvedene prodaje niso urejeni s kakšnim posebnim aktom. Ne glede na to se izvajanje pogodbenih določil spremlja do plačila in je pripravljen obračun vsake izvedene prodaje. Glede priporočil računskega sodišča je pomembno že dejstvo, da je bil pravilnik o postopkih prodaje sprejet, iz česar izhaja, da ga je obvezno uporabljati, morebitne kršitve pa se lahko sankcionirajo z uporabo ostale zakonodaje. Glede ostalih priporočil za dopolnitev pravilnika je bilo zavzeto stališče, da prodajni predlog zahtuje priporočenim dopolnilom. Poročilo notranje revizijske službe SOD je bilo predmet ustne obravnave z direktorjem SOD, saj v okviru priporočil ni bilo navedenih ukrepov, ki naj bi jih realiziralo vodstvo SOD.*

<sup>105</sup> Podrobneje v točki 2.3.1.a.

<sup>106</sup> Pravilnik o postopkih prodaje kapitalskih naložb SOD z dne 10. 7. 2003 s spremembami (UO SOD ga je spremenil dne 4. 7. 2005), ki določa splošna pravila prodaje delnic in poslovnih deležev gospodarskih družb v lasti SOD. Pravilnik ne velja za posle z delnicami, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev (borzna kotacija in prosti trg), za katere se sklene neposredna pogodba.

<sup>107</sup> Poročilo o revizijskih ugotovitvah (notranje revizijske službe) desetih naključno izbranih prodaj kapitalskih naložb na SOD z dne 23. 9. 2004.

## 2.8.2 Poslovna skrivnost pri prodaji delnic

Statut SOD kot poslovno tajnost opredeljuje vse podatke o delu SOD, ki jih ta ne nameni za sporočilo javnosti<sup>108</sup>. V sklepu UO SOD z dne 29. 3. 2005 ter v sklepu direktorja (in namestnika direktorja SOD) z istega dne je določeno, kateri podatki se štejejo za poslovno skrivnost<sup>109</sup>, ter da so te podatke dolžni varovati delavci in člani organov družbe. Poslovno skrivnost deloma ureja tudi Navodilo o poslovanju z ročno blagajno in sefom<sup>110</sup>, ki določa, da je sef družbe namenjen hrambi zaupne dokumentacije z oznako strogo zaupno, ki jo določita direktor in namestnik direktorja družbe.

2.8.2.a Ugotovili smo, da direktor in namestnik direktorja nista določila, kateri zaupni dokumenti, povezani s prodajo delnic družbe Mercator, nosijo oznako strogo zaupno, kar ni v skladu z določili 4. člena internega Navodila o poslovanju z ročno blagajno in sefom, ki določa, da zaupno dokumentacijo z oznako »strogo zaupno« določi direktor in namestnik direktorja SOD<sup>111</sup>.

2.8.2.b V zvezi z dokumentacijo o prodaji delnic družbe Mercator je bil v knjigo pologov in dvigov iz sefa 28. 11. 2005<sup>112</sup> evidentiran en polog, to je kuverta z oznako MELR. Ne glede na to, da natančna vsebina kuverte ni bila evidentirana, je bil polog te kuverte vpisan tri mesece po datumu sklenitve prodajne pogodbe. Ugotovili smo, da dokumentacija o prodaji delnic družbe Mercator na SOD ni bila hranjena v skladu z določili 5. člena Navodila o poslovanju z ročno blagajno in sefom, ker v knjigi dvigov in pologov v sef na SOD niso bili evidentirani vsi tisti pologi ali dvigi dokumentacije, ki se nanašajo na prodajo delnic družbe Mercator, med drugim ni bil razvidno evidentiranje vseh dvigov prodajne mape.

### *Pojasnilo SOD*

*Po pojasnilu direktorja SOD se je del dokumentacije nahajal v sefu, deloma pa se je dokumentacija nahajala pri nosilki naložbe.*

Na podlagi 8. člena Pravilnika o popisu sredstev in obveznosti do njihovih virov SOD<sup>113</sup> je bila 9. 12. 2005 imenovana komisija za popis denarnih sredstev, vrednotnic in materializiranih vrednostnih papirjev po stanju na dan 31. 12. 2005. Komisija je o izvedenem popisu sestavila poročilo 20. 1. 2006.

### *Pojasnilo SOD*

*Na podlagi sklepa o imenovanju komisije za popis denarnih sredstev, vrednotnic in materializiranih vrednostnih papirjev je inventurna komisija na dan 31. 12. 2005 izvedla popis tistih sredstev, za popis katerih je bila imenovana. Popis celotne vsebine sefa na dan 31. 12. 2005 ni bil izveden.*

*Na podlagi 8. člena Navodila o poslovanju z ročno blagajno in sefom je potrebno ob letnem popisu popisati stanje v sefu in ga primerjati s knjigo pologov in dvigov ter s knjigovodskim stanjem. Gre torej za dejanja, ki se nanašajo izključno na*

<sup>108</sup> Sporočila posredujejo javnosti predsednik upravnega odbora, njegov namestnik ali direktor.

<sup>109</sup> Besedilo teh dveh sklepov je identično. Za poslovno skrivnost se štejejo vsi podatki, ki se nanašajo na postopke oziroma sklenitev pravnih poslov v zvezi s finančnimi naložbami družbe, finančni načrt družbe, program dela družbe, dnevni red in sprejeti sklepi upravnega in nadzornega odbora ter njihovih delovnih teles, razen če jih posamezni organ po njihovem sprejetju nameni za sporočilo javnosti, vsi podatki v zvezi z denacionalizacijskimi postopki, v katerih je udeležena družba.

<sup>110</sup> Z dne 13. 9. 2005, ki določa postopek polaganja in dviganja dokumentacije iz sefa in evidentiranje v knjigi dvigov in pologov ter popis stanja v sefu.

<sup>111</sup> Pravilnik o delu vodstva SOD v 9. členu določa, da se o sejah vodstva vodi zapisnik, torej se vsi sklepi zapišejo.

<sup>112</sup> Navedeno je »MELR kuverta«.

<sup>113</sup> Pravilnik o popisu stanja sredstev in obveznosti do virov sredstev SOD je sprejel UO SOD dne 16. 2. 1995.

*primerjavo in uskladitev dejanskega stanja sredstev in obveznosti do virov sredstev s knjigovodskimi evidencami. Ob popisu je SOD dosledno upoštevala določbo četrtega odstavka 54. člena ZGD-1, ki določa, da je potrebno najmanj enkrat letno preveriti, ali se stanje posameznih aktivnih in pasivnih postavk v poslovnih knjigah ujema z dejanskim stanjem.*

2.8.2.c Popis denarnih sredstev, vrednotnic in materializiranih vrednostnih papirjev, ki je bil izveden na SOD na dan 31. 12. 2005, ne predstavlja popisa v smislu 8. člena Navodila o poslovanju z ročno blagajno in sefom, ki določa, da se najmanj enkrat letno, to je na zadnji dan v letu, ob letnem popisu popiše stanje v sefu in se ga primerja s knjigo pologov in dvigov ter s knjigovodskim stanjem. Poročilo popisne komisije z dne 9. 12. 2005 ne vsebuje seznama zaupne dokumentacije, ki se je nahajala v sefu na dan 31. 12. 2005, saj naloga popisne komisije v letu 2005 ni bila popisati celotno stanje sefa, ampak izvesti popis denarnih sredstev, vrednotnic in materializiranih vrednostnih papirjev na podlagi Pravilnika o popisu stanja sredstev in obveznosti do virov sredstev Slovenskega odškodninskega sklada, da bi se z njim uskladilo knjigovodsko stanje. V skladu z določili 4. člena Navodila o poslovanju z ročno blagajno in sefom se v sefu hrani tudi zaupna dokumentacija z oznako strogo zaupno<sup>114</sup>, ki ob letnem popisu ni bila popisana. Primerjava vsebine sefa s knjigo pologov in dvigov ni bila opravljena, kar ni v skladu z 8. členom Navodila o poslovanju z ročno blagajno in sefom.

## 2.9 Sodelovanje SOD s KAD v postopkih prodaje

### 2.9.1 Načini sodelovanja SOD s KAD

Iz podatkov o sklenjenih prodajnih pogodbah SOD o prodaji kapitalskih naložb v letih 2004 in 2005 je razvidno, da je SOD nekaj kapitalskih naložb prodala skupaj s KAD. Število in vrednost skupnih prodaj s KAD prikazuje tabela 6.

Tabela 6: Skupne prodaje kapitalskih naložb SOD s KAD v letih 2004 in 2005<sup>115</sup>

<sup>114</sup> V skladu s 4. členom navodila zaupno dokumentacijo z oznako »strogo zaupno« določi direktor in namestnik direktorja SOD.

<sup>115</sup> Podatki iz sklenjenih prodajnih pogodb v letih 2004 in 2005 in preglednice o prodajah kapitalskih naložb na SOD.

<sup>116</sup> Vključene tudi prodaje kapitalskih naložb, ki jih je SOD prodala kupcu – KAD.



2.9.1.c Sodelovanje SOD s KAD se kaže tudi v rednih tedenskih sestankih, katerih zabeležke oziroma zapisniki so dokumentirani od 2. 6. 2005 dalje. Iz zapisnika sestanka z dne 2. 6. 2005 sta razvidna dogovora, da se sestanki v enaki sestavi organizirajo vsako sredo v prostorih KAD, ter da se ponudbe za nakupe oziroma prodaje, ki jih prejme SOD ali KAD, posredujejo drugemu v najkrajšem možnem času. Iz 47 zapisnikov tedenskih sestankov od junija 2005 do junija 2006 je razvidno, da SOD in KAD usklajujeta svoja stališča glede glasovanja na skupščinah delniških družb, menjav kapitalskih naložb<sup>118</sup>, prodajnih aktivnostih za posamezne kapitalske naložbe in se med seboj obveščata o aktivnostih v zvezi z vodenjem in upravljanjem njihovih portfeljev ter se dogovarjata tudi o nadaljnjih skupnih aktivnostih.

2.9.1.d SOD in KAD pri upravljanju svojih portfeljev pogosto uporabljata iste strokovne podlage in usklajujeta stališča glede upravljanja portfeljev: SOD uporablja informacijski sistem Bloomberg na KAD, SOD in KAD izmenjujeta cenitvena poročila za kapitalske naložbe v družbah, v katerih imata obe lastniški delež<sup>119</sup> in pri posameznih odločitvah izmenjujeta stališča<sup>120</sup>.

---

<sup>117</sup> Seznam podpisanih pogodb o prodaji kapitalskih naložb SOD v letu 2005 in seznam SOD z največjimi gospodarskimi in finančnimi družbami z oznako TOP 40, na dan 31. 12. 2004.

<sup>120</sup> Razvidno iz zapisnikov rednih tedenskih sestankov med KAD in SOD, dokumenta »Stališče glede dokapitalizacije družbe Mercator« z dne 5. 5. 2005, ki so ga pripravile strokovne službe SOD (v dokumentu med drugim navedeno: »Po naših informacijah je stališče analitske službe KAD enako našemu.«), dokumenta »Izpis skupščine« z dne 11. 8. 2005, pripravljenega kot osnova za odločanje o glasovanju na 11. skupščini družbe Mercator (v dokumentu med drugim navedeno: »Na KAD-u še nimajo pripravljenih navodil«), iz zapisnika 25. seje NalO SOD z dne 11. 4. 2005 (NalO SOD je pod točko Razno razpravljal o tržni situaciji in perspektivah v nekaterih večjih družbah. Ocenil je, da je morda v danih razmerah potrebno razmisliti o izstopu SOD iz nekaterih družb, še prej pa je potrebno poglede na stanje uskladiti s KAD) ter iz več drugih zapisnikov NalO SOD pri točkah, v okviru katerih so bile obravnavane kapitalske naložbe v druge družbe.

## 2.9.2 Sodelovanje SOD s KAD pri prodaji delnic družbe Mercator

2.9.2.a Na podlagi primerjave javno objavljenih podatkov o prodaji delnic družbe Mercator<sup>121</sup> smo ugotovili, da imata obe prodajni pogodbi, ki sta ju za prodajo delnic družbe Mercator sklenili SOD in KAD z različnima kupcema, v bistvenih elementih enako vsebino:

- SOD je prodala delnice na isti dan in po enaki ceni kot KAD (vključno z navedeno obrestno mero za kupnino in določilom, da prejeta dividenda zmanjšuje kupnino);
- pri obeh prodajah je bilo dogovorjeno plačilo v štirih letnih obrokih; določeni so bili popolnoma isti datumi dospetja posameznega obroka;
- možnost predčasnega plačila delnic;
- preknjižba sorazmernega dela delnic na kupca po opravljenem plačilu posameznega obroka kupnine ter pridržanje ene šestnajstine celotne količine delnic do plačila celotne količine delnic;
- določena predkupna pravica prodajalca na delnicah, ki jih je kupec že pridobil, do 17. 9. 2009;
- prodajalec ima, če pride do zamude plačila kupnine, možnost odstopiti od pogodbe in s tem pridobi pravico do odkupa že plačanih in na kupca prenesenih delnic;
- prevzemna klavzula je določena z isto vsebino in istim datumom veljavnosti in
- odložni pogoj, da pogodba začne veljati, če pristojni organ družbe izda ustrezno soglasje oziroma potrdi prodajno pogodbo.

Iz javnih objav tudi izhaja, da je bila družba Pivovarna Laško »zavezana omenjene delnice odkupiti v paketih in terminih«, določenih za osnovne delnice, družba Istrabenz pa je imela »možnost potencialnega nakupa delnic, pridobljenih v morebitni dokapitalizaciji Poslovnega sistema Mercator s strani KAD«.

2.9.2.b Na podlagi udeležbe predstavnikov SOD in KAD na skupščinah delničarjev družbe Mercator v obdobju od leta 2000 do leta 2005 so predstavniki obeh družb pri vseh predlogih sklepov na skupščinah delničarjev družbe Mercator glasovali enako<sup>122</sup> tudi glede nasprotnih predlogov. Tudi 30. 8. 2005 sta SOD in KAD podali skupni nasprotni predlog o predlaganih članih NS Mercatorja. Ugotavljamo, da nasprotni predlog vsebuje iste predlagane kandidate za člane NS, kot so v prodajni pogodbi poimensko dogovorjeni z družbo Pivovarna Laško.

2.9.2.c SOD in KAD sta imeli na skupščinah družbe Mercator v obdobju od leta 2000 do leta 2005 skupaj povprečno 44,09 odstotka glasovalnih pravic od vseh udeleženih glasov, s čimer so imeli predstavniki SOD in KAD pomemben vpliv na sklepe skupščine družbe Mercator.

2.9.2.d Sodelovanje SOD s KAD izhaja iz naslednjih dejstev:

- na osnutku prodajne pogodbe za prodajo delnic družbe Mercator z dne 29. 8. 2005 je pri členu, ki določa kupnino za dokapitalizacijske delnice (4. člen) pripisana opomba SOD: »str. zadolžitve SOD, KAD«<sup>123</sup> in
- SOD je s KAD posredovala skupno naročilo pravnemu svetovalcu za izdelavo mnenja glede skladnosti obeh osnutkov prodajnih pogodb s predpisi.

<sup>121</sup> Podatke sta na SEOnet dne 31. 8. 2005, 9. 9. 2005 in 20. 9. 2005 objavili družbi Pivovarna Laško in Istrabenz.

<sup>122</sup> Na šestih skupščinah družbe Mercator od leta 2000 do 2005 sta SOD in KAD pri vseh 27 predlogih sklepov glasovali »ZA«; od tega dvakrat za nasprotni predlog, ki ga je vložila KAD, dvakrat pa sta SOD in KAD skupaj vložili nasprotni predlog (med njimi tudi skupni nasprotni predlog SOD in KAD na skupščini dne 30. 8. 2005).

<sup>123</sup> SOD se je za nakup dokapitalizacijskih delnic zadolžila.

2.9.2.e Iz stališča strokovnih služb SOD glede dokapitalizacije družbe Mercator z dne 5. 5. 2005 (več v točki 2.5.) je razvidno ugotavljanje skupnega deleža SOD in KAD po dokapitalizaciji, predlog za ohranitev skupnega deleža nad 25 odstotkov ter izračun potrebnega vplačila novih delnic v ta namen.

2.9.2.f Uprava družbe Mercator je 20. 6. 2005 pozvala SOD k posredovanju »usklajenega« predloga članov NS novega mandata, kar je predstavljalo novo lastniško strukturo, o kateri so potekali pogovori, vendar še ni bila realizirana.

2.9.2.g Iz zapisnikov rednih tedenskih sestankov SOD s KAD izhaja, da prodaja delnic družbe Mercator ni bila predmet obravnave na rednih tedenskih sestankih, temveč le dokapitalizacija in skupščina družbe Mercator. Iz obdobja, ko je bila sklenjena prodajna pogodba o prodaji delnic družbe Mercator (to je med 24. 8. 2005 in 14. 9. 2005), ni zapisnikov o rednih tedenskih sestankih SOD s KAD.

#### *Pojasnilo SOD*

*V obdobju med 24. 8. 2005 in 14. 9. 2005 ni bilo rednih tedenskih sestankov med SOD in KAD.*

2.9.2.h O tem, da poteka postopek prodaje delnic družbe Mercator, je SOD seznanila KAD 27. 8. 2005, ker sta se po pojasnilu SOD tega dne sestala predsednik uprave KAD in direktor SOD, kjer je slednji predstavil ponudbo družbe Pivovarna Laško. Zapisnik o tem sestanku na SOD ni bil sestavljen.

2.9.2.i Na podlagi ugotovitev v točkah od 2.9.2.a do 2.9.2.h, ugotavljamo, da vsi dogovori in usklajevanja predstavnikov SOD s predstavniki KAD niso bili dokumentirani. SOD je ravnala v nasprotju z določilom 14. člena statuta SOD, na podlagi katerega mora smiselno upoštevati načine prodaje, ki so predpisani za prodajo kapitalskih naložb države. V skladu z določilom prvega odstavka 80.f člena ZJF mora biti prodaja finančnega premoženja države izvedena na način, ki zagotavlja preglednost postopkov prodaje.

#### *Pojasnilo SOD*

*SOD je svojo odločitev o prodaji delnic družbe Mercator oblikovala samostojno in je ni sprejemala v sodelovanju s KAD. Že pred začetkom pogajanj o prodaji delnic družbe Mercator pa sta SOD in KAD kot delničarja v okviru odločanja o morebitnem sodelovanju v postopku dokapitalizacije družbe Mercator izmenjevala strokovna izhodišča oziroma podlage za odločanje o sodelovanju v postopku dokapitalizacije. Ta izhodišča je SOD uporabila tudi v postopku pogajanj o prodaji delnic družbe Mercator. SOD in KAD sta svoja pogajalska stališča med pogajanjem s kupcema usklajevala in jih oblikovala na skupnih podlagah. Skupna strokovna izhodišča oziroma podlage za odločanje o sodelovanju v postopku dokapitalizacije je SOD v nadaljevanju uporabila v postopku pogajanj o prodaji delnic družbe Mercator. SOD je v pogajanjih v razmerju do kupca preverila možnost skupne prodaje s KAD, vendar družba Pivovarna Laško in po informacijah SOD tudi družba Istrabenz nista kazali interesa za takšen nakup. Vztrajanje SOD na skupni prodaji s KAD bi onemogočilo sklenitev pogodbe o prodaji delnic po ceni, ki bi bila ustrezna za prodajalca.*

2.9.2.j Na podlagi ugotovitev, predstavljenih v točkah od 2.9.2.a do 2.9.2.i, in dejstva, da je SOD s sodelovanjem v dokapitalizaciji družbe Mercator dosegla lastniški delež, ki je skupaj z lastniškim deležem KAD presegal 34 odstotkov, ocenjujemo, da sodelovanje SOD s KAD ni obsegalo le usklajevanja stališč glede dokapitalizacije družbe Mercator, kot pojasnjuje SOD, temveč sta SOD in KAD stališča usklajevali tudi pri prodaji delnic družbe Mercator. Na podlagi ugotovitev v točkah 2.9.2.a do 2.9.2.i ni mogoče oceniti, v kolikšni meri je SOD med postopkom prodaje dejansko sodelovala in usklajevala svoja stališča s KAD.

## 3. MNENJE

Revidirali smo pravilnost in smotrnost poslovanja Slovenske odškodninske družbe, d. d., Ljubljana pri prodaji delnic družbe Poslovni sistem Mercator, d. d., Ljubljana v letu 2005 do junija 2006. Preizkušali smo skladnost postopka prodaje s predpisi in smotrnost prodaje. Za pravilnost in smotrnost prodaje delnic je odgovoren direktor SOD. Naša naloga je, da na podlagi opravljene revizije izrazimo mnenje o pravilnosti in smotrnosti prodaje delnic družbe Mercator na SOD.

Revidiranje smo izvedli v skladu z mednarodnimi standardi revidiranja, ki jih določa Napotilo za izvajanje revizij<sup>124</sup>. Revizijski postopki so obsegali pregledovanje in pridobivanje podatkov ter njihovo analiziranje in presojanje. Menimo, da nam pridobljeni podatki omogočajo, da podamo mnenje o pravilnosti in smotrnosti postopka prodaje delnic družbe Mercator na SOD.

### 3.1 Mnenje o pravilnosti prodaje delnic družbe Mercator

Pri revidiranju poslovanja Slovenske odškodninske družbe, d. d., Ljubljana pri prodaji delnic družbe Poslovni sistem Mercator, d. d., Ljubljana v letu 2005 do junija 2006 smo ugotovili, da je Slovenska odškodninska družba, d. d., Ljubljana v naslednjih primerih ravnala v neskladju s predpisi in internimi akti:

- SOD pri izvajanju navedenih aktivnosti ni upoštevala načina prodaje, ki ga za prodajo kapitalskih naložb države predpisuje prvi odstavek 80.f člena ZJF, ker ni zagotovila preglednosti postopka prodaje, kar ni v skladu s 14. členom statuta SOD:
  - pogajanj z ednim ponudnikom ni dokumentirala — točka 2.3.1.a;
  - prodajna mapa za prodajo delnic družbe Mercator ni vsebovala vseh obveznih sestavin, določenih v sklepu naložbenega odbora SOD — točka 2.8.1.a in
  - ni dokumentirala vseh dogovorov in usklajevanj s KAD — točka 2.9.2.i.
- Direktor in namestnik direktorja SOD nista določila, kateri zaupni dokumenti povezani s prodajo delnic družbe Mercator, nosijo oznako strogo zaupno, kar ni v skladu z določili 4. člena Navodila o poslovanju z ročno blagajno in sefom — točka 2.8.2.a.
- Vodstvo SOD se glede aktivnosti, povezanih s prodajo delnic družbe Mercator in dokapitalizacijo družbe Mercator, ni sestalo, kar ni v skladu z drugim odstavkom 5. člena Pravilnika o delu vodstva SOD — točka 2.3.2 d.
- Dokumentacija o prodaji delnic družbe Mercator na SOD ni bila hranjena v skladu z določili 5. člena Navodila o poslovanju z ročno blagajno in sefom, ker niso bili evidentirani vsi pologi in dvigi dokumentacije, ki se nanaša na prodajo delnic družbe Mercator — točka 2.8.2.b.

---

<sup>124</sup> Uradni list RS, št. 41/01.

- Popis zaupne dokumentacije, ki se je nahajala v sefu na dan 31. 12. 2005, ni bil izveden, primerjava vsebine sefa s knjigo pologov in dvigov pa ni bila opravljena, kar ni v skladu z določili 8. člena Navodila o poslovanju z ročno blagajno in sefom — točka 2.8.2.c.

Razen vpliva ugotovljenih nepravilnosti na pravilnost poslovanja, ki jih navajamo v prejšnjem odstavku, menimo, da je sicer Slovenska odškodninska družba, d. d., Ljubljana v vseh pomembnih pogledih poslovala v skladu z veljavnimi predpisi in internimi akti (*mnenje s pridržkom*).

## 3.2 Mnenje o smotrnosti prodaje delnic družbe Mercator

Ocenjujemo, da SOD postopka prodaje delnic družbe Mercator ni vodila učinkovito, zato obstaja tveganje, da ni iztržila najvišje kupnine za delnice družbe Mercator, čeprav je bil dosežati najvišjo možno kupnino eden izmed ciljev poslovanja SOD, opredeljenih v poslovnem načrtu za leto 2005. Nesmotna ravnanja SOD smo ugotovili v naslednjih primerih:

- Ni dokazil o prizadevanjih SOD za zagotavljanje boljše pogajalske pozicije in s tem ugodnejših prodajnih pogojev ter največje možne kupnine, ker:
  - si SOD kljub temu, da je tudi KAD sočasno izvedla prodajo delnic družbe Mercator, ni prizadevala za skupno prodajo, pri pogajanjih ni izhajala iz ustreznih pogajalskih izhodišč in je pristala na ponujeno ceno, ki temelji na neustrezni predpostavki za vrednotenje — točka 2.4.1.h;
  - iz dokumentacije SOD ni razvidno, da je SOD po prejemu edine ponudbe izvajala aktivnosti preverjanja interesa za nakup pri drugih potencialnih investitorjih, in ni razvidno, da je preverjala možnosti za skupno prodajo s KAD ali z drugimi lastniki — točke 2.3.1.c in
  - je imela SOD zaradi dogovora v prodajni pogodbi o obveznosti izvolitve članov v nadzorni svet družbe Mercator na skupščini družbe Mercator dne 30. 8. 2005 razmeroma kratek rok izvedbe pogajanj v postopku prodaje, ki SOD ni omogočal priprave ustreznih strokovnih podlag za odločanje o višini prodajne cene — točka 2.3.1.d.
- SOD ni izvedla aktivnosti za uspešno uresničevanje drugih ciljev in usmeritev iz poslovnega načrta SOD za leto 2005, ker:
  - strategija izhoda iz družbe Mercator za leto 2005 ni bila izdelana — točka 2.2.a in
  - prodaja delnic družbe Mercator na SOD za leto 2005 ni bila načrtovana kot skupna prodaja s KAD, za namen te prodaje ni bil sklenjen prodajni ali delniški sporazum med SOD in KAD in ni dokazil o koordinaciji skupne prodaje s KAD — točka 2.2.b.
- Prodaja delnic družbe Mercator ni bila vključena med načrtovanih pet prodaj največjih kapitalskih naložb, niti ne v načrt prodaj za leto 2005 in ne v rebalans načrta prodaj za leto 2005. Upravljanje z delnicami družbe Mercator, kot ene izmed največjih kapitalskih naložb SOD, ni bilo obravnavano v skladu z usmeritvami iz poslovnega načrta SOD za leto 2005 — točka 2.2.c.
- SOD ni zagotovila ustreznega skrbništva nad izvajanjem pogodbenih določil, ker:
  - ni imenovala skrbnika pogodbe, ni preverjala izvajanja določil prodajne pogodbe in v prodajni pogodbi se tudi ni dogovorila za nobene aktivnosti, ki bi jih moral izvajati kupec, kot na primer redno poročanje SOD — točka 2.3.2.b in
  - ni zagotovila sistematičnega spremljanja realizacije pogodbenih določil z internim aktom — točka 2.3.2.c.

- SOD je ponujeno ceno za delnico družbe Mercator ocenila kot ustrezno na neustreznih podlagah (točka 2.4.1.f), saj je pri odločitvi v pogajanjih s kupcem upoštevala:
  - zunanjo cenitev, ki ni bila izdelana na predpostavki »vrednost za naložbenika« in v kateri je bila določena višina odbitka za pomanjkanje obvladovanja naložbe, ki pa je bila neustrezna za namen te prodaje; med datumom cenitve in izvedenimi dogovori o prodaji delnic je preteklo 17 mesecev — točki 2.4.1.a in 2.4.1.h;
  - dokapitalizacijsko ceno za delnico, ki je bila določena za dokapitalizacijo in ne prodajo delnic — točka 2.4.1.b;
  - stališče strokovne službe SOD, ki je temeljilo na izvedenih projekcijah poslovanja družbe Mercator za potrebe dokapitalizacije — točka 2.4.1.c;
  - borzno ceno delnice družbe Mercator, ki pri tej prodaji ni bila primerna podlaga, saj je šlo za tržno vrednost delnice in odraža povprečni dnevni promet z delnico na borzi, ki je bistveno odstopal od količine prodanih delnic družbe Mercator na SOD — točka 2.4.1.d in
  - hitro cenitev, ki je bila pripravljena v razmeroma kratkem roku pod neustrezno predpostavko tržne vrednosti in za namen prodaje manjšinskega deleža — točki 2.4.1.e in 2.4.1.g.
- Nezadostno skrbnost SOD pri sklepanju prodajne pogodbe smo ugotovili v naslednjih primerih:
  - na podlagi pogodbenih določil se je SOD odrekla možnemu povečanju lastnega premoženja s prejemom dividend v obdobju, ko kupec dogovorjene količine delnic še ne bi odkupil, v zameno za dogovorjeno obrestno mero za kasnejša plačila; iz dokumentacije ni razvidno, da je SOD pred sklenitvijo prodajne pogodbe z analizo ali izračuni preizkusila sprejemljivost prodajnih pogojev in na tej podlagi sprejela odločitve — točka 2.4.2.a;
  - v prodajno pogodbo je kot sredstvo zavarovanja vključen pridržek obveznosti prenosa ene šestnajstine celotne količine delnic na kupca do popolnega plačila kupnine, kar ni zadostno zavarovanje plačila za delnice — točka 2.4.2.b;
  - določba o uresničevanju glasovalnih pravic v prodajni pogodbi je nejasna — točka 2.4.2.c in
  - prodajna pogodba vsebuje tveganja za prodajalca, ker bi bil ob zvišanju kupnine pri obročnem nakupu (če bi dal kupec ponudbo za prevzem do 31. 12. 2006) varovan le 16 od 52 mesecev (do plačila zadnjega obroka kupnine), ker v pogodbi ni natančne opredelitve glede prepovedi razpolaganja z že pridobljenimi delnicami pred plačilom celotne kupnine in ker ni razviden namen pogodbenih strank glede prepovedi razpolaganja kupca z delnicami — točka 2.4.2.d.
- Ni mogoče oceniti, v kolikšni meri je SOD med postopkom prodaje dejansko sodelovala in usklajevala svoja stališča s KAD, ker vsi sestanki in dogovori niso bili dokumentirani — točka 2.9.2.j. Sodelovanje SOD s KAD ni obsegalo le usklajevanja stališč glede sodelovanja v dokapitalizaciji, družbe Mercator temveč tudi usklajevanje stališč pri prodaji delnic, kar izhaja iz naslednjih ugotovitev:
  - obe prodajni pogodbi za prodajo delnic družbe Mercator imata v bistvenih elementih enako vsebino — točka 2.9.2.a;
  - SOD je s KAD usklajevala svoja stališča glede glasovanja o posameznih sklepih na skupščini družbe Mercator — točka 2.9.2.b;
  - glede na odstotek glasovalnih pravic v letih 2000 do 2005 so imeli predstavniki SOD in KAD pomemben vpliv na sklepe skupščine družbe Mercator — točka 2.9.2.c;
  - opomba na osnutku prodajne pogodbe SOD, ki se nanaša na stroške zadolžitve SOD in KAD, ter skupno naročilo za izdelavo pravnega mnenja o skladnosti osnutka prodajne pogodbe s predpisi — točka 2.9.2.d;

- iz stališča strokovnih služb SOD je razvidno ugotavljanje skupnega deleža SOD in KAD v družbi Mercator po izvedbi dokapitalizacije — točka 2.9.2.e in
  - skupen sestanek s predstavniki KAD, na katerem je SOD predstavila KAD ponudbo družbe Pivovarna Laško — točka 2.9.2.h.
- Upravni odbor SOD je soglasje k prodaji delnic družbe Mercator podal na podlagi nepopolnih informacij o podlagah za odločitev vodstva SOD o prodaji, ker med gradivom za sejo ni bilo dokumenta o razlogih za odprodajo deleža, postopku in očitkih v zvezi s prodajo in ker upravni odbor SOD ni imel mnenja pravnega svetovalca — točka 2.3.3.b;
  - Nadzorni odbor SOD je ocenil skladnost poteka prodaje z internimi akti SOD na neustreznih podlagah (vpogled v prodajno pogodbo, obrazec s pomanjkljivimi podatki, postopek prodaje, ki ga je predstavil direktor SOD) in ni pregledal dokumentacije in ustreznih dokazil o poteku postopka prodaje ter podlag za sprejem odločitve vodstva SOD o višini prodajne cene in drugih pogojih prodaje — točka 2.3.4.a;
  - Nadzorni odbor SOD ni ugotavljal skladnosti izvedenega postopka prodaje z zakonodajo, kljub temu, da bi moral biti izveden v skladu s 14. členom statuta — točka 2.3.4.b;
  - Upravni odbor SOD ob podaji soglasja k sodelovanju v dokapitalizaciji družbe Mercator ni imel popolnih informacij o razlogih in učinkih tega sodelovanja in je podal soglasje, ne da bi prej proučil vse okoliščine te dokapitalizacije — točka 2.5.1.

## 4. ZAHTEVA ZA PREDLOŽITEV ODZIVNEGA POROČILA

SOD mora v roku 90 dni po prejemu revizijskega poročila predložiti računskemu sodišču odzivno poročilo, ker so bile pri revidiranju pravilnosti in smotrnosti prodaje delnic družbe Mercator ugotovljene nepravilnosti in nesmotrnosti.

Odzivno poročilo mora vsebovati:

- navedbo revizije, na katero se nanaša,
- kratek opis nepravilnosti oziroma nesmotrnosti, ki so bile ugotovljene z revizijo, in
- izkaz popravljalnih ukrepov.

Izkaz popravljalnih ukrepov mora obsegati navedbo popravljalnih ukrepov in ustrezna dokazila o izvedenih popravljalnih ukrepih za odpravo ugotovljenih nepravilnosti in nesmotrnosti. SOD mora v odzivnem poročilu izkazati popravjalne ukrepe, ki se morajo nanašati na začetek postopka za sprejem ali dopolnitev naslednjih internih aktov:

- dopolnitev Poslovnika o delu NO SOD glede načina izvajanja nadzora nad zakonitostjo dela in finančnega poslovanja SOD pri prodajah kapitalskih naložb (obveznost priprave gradiva, določitev obvezne vsebine gradiva, možnost vpogleda NO SOD v vse listine, povezane s postopkom prodaje);
- dopolnitev Poslovnika o delu UO SOD glede načina izvajanja nalog UO SOD pri prodajah kapitalskih naložb (obveznost priprave gradiva, določitev obvezne vsebine gradiva, možnost vpogleda UO SOD v vse listine, povezane s postopkom prodaje);
- sprejem internega akta o določitvi skrbnikov in izvajanju skrbništva nad pogodbami, v katerem naj bodo opredeljeni postopki za sistematično spremljanje izvrševanja pogodbenih določil iz pogodb o prodaji kapitalskih naložb;
- sprejem internega akta, ki bo urejal in zagotavljal sistematično dokumentiranje vseh poslovnih dogodkov, povezanih s prodajo kapitalskih naložb v lasti SOD, in arhiviranje vse dokumentacije in korespondence, povezane s prodajo (vhodni, izhodni in lastni dokumenti v papirni in elektronski obliki, vsebina prodajnih map in druge evidence, povezane s postopki prodaje).

Po drugem odstavku 29. člena ZRacS-1 je odzivno poročilo uradna listina, ki jo potrdi odgovorna oseba uporabnika javnih sredstev s svojim podpisom in pečatom.

Računsko sodišče bo ocenilo verodostojnost odzivnega poročila, to je resničnost navedb o popravljalnih ukrepih in po potrebi opravilo revizijo odzivnega poročila na podlagi četrtega odstavka 29. člena ZRacS-1. Prav tako bo ocenilo zadovoljivost sprejetih popravljalnih ukrepov.



Če odzivno poročilo ne bo predloženo v roku, določenem v tem revizijskem poročilu, stori odgovorna oseba uporabnika javnih sredstev prekršek po tretjem odstavku 38. člena ZRacS-1.

Če uporabnik javnih sredstev, ki bi moral predložiti odzivno poročilo, niti v roku 15 dni po izteku roka za predložitev odzivnega poročila računskemu sodišču ne predloži odzivnega poročila, se šteje, da uporabnik javnih sredstev krši obveznost dobrega poslovanja<sup>125</sup>. Opozarjamo, da se neresnične navedbe v odzivnem poročilu obravnavajo kot neresnične navedbe v uradni listini (drugi odstavek 29. člena ZRacS-1).

Če bo računsko sodišče v porevizijskem postopku ugotovilo, da SOD krši obveznost dobrega poslovanja, bo ravnalo v skladu s sedmim do štirinajstim odstavkom 29. člena ZRacS-1.

---

<sup>125</sup> 3. točka prvega odstavka 37. člena Poslovnika Računskega sodišča Republike Slovenije, Uradni list, št. 91/01.

## 5. PRIPOROČILA

Računsko sodišče SOD priporoča, naj:

1. začne postopke za spremembo statuta SOD:
  - podrobneje opredeli naloge posameznega organa SOD, da bi bila določitev in razmejitev pristojnosti jasnejša in
  - v delu, ki se nanaša na načine prodaje kapitalskih naložb, natančneje določi načine in metode prodaje za kapitalske naložbe, katerih knjizna vrednost po zadnji letni revidirani bilanci stanja presega petkratnik revaloriziranega ustanovitvenega kapitala SOD;
2. sprejme interni akt o postopkih prodaje kapitalskih naložb, ki kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, v katerem naj opredeli metode prodaje kapitalskih naložb, ki kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, ter mejno vrednost ali lastniški delež, do katerega je naložba opredeljena kot portfeljska in se za njeno razpolaganje lahko sklene neposredna pogodba, in od katerega naprej je potrebno predhodno opraviti postopke, s katerimi bo zagotovljena preglednost in javnost prodaje ter enakopravno obravnavanje vseh ponudnikov;
3. v internih aktih, povezanih s postopki prodaje kapitalskih naložb, opredeli postopke in načine izvajanja sklepa vlade o predlogu za umik SOD (in KAD) iz aktivnega upravljanja podjetij in za usklajeno prodajo lastniških deležev v družbah, v katerih imajo deleže SOD, KAD in D. S. U. družba za svetovanje in upravljanje, d. o. o. - v likvidaciji, Ljubljana;
4. prične postopek za sprejem internega akta, v katerem bo podrobno opredeljen način določanja in varovanja poslovne skrivnosti na SOD (obveznost označevanja listin, vodenje evidence in postopek popisa ter načine hrambe zaupne dokumentacije) ter opredelitev trajanja in pogojev za umik oznake poslovne skrivnosti;
5. dopolni Pravilnik o računovodstvu SOD z opredelitvijo knjigovodskih listin, ki so podlaga za knjigovodsko evidentiranje poslovnih dogodkov z oznako poslovne skrivnosti.

## Pravni pouk

Tega poročila na podlagi tretjega odstavka 1. člena ZRacS-1 ni dopustno izpodbijati pred sodišči ali drugimi državnimi organi.

Igor Šoltes,  
generalni državni revizor

Poslano:

1. Slovenski odškodninski družbi, d. d., priporočeno s povratnico;
2. odvetniku Stojanu Zdolšku, priporočeno s povratnico;
3. odvetniku Igorju Colnarju, priporočeno s povratnico;
4. Goranu Bizjaku, priporočeno;
5. Kaji Špiler, priporočeno;
6. Državnemu zboru Republike Slovenije, priporočeno;
7. Vrhovnemu državnemu tožilstvu Republike Slovenije, priporočeno;
8. arhivu, tu.

## 6. PRILOGE

### PRILOGA 1

#### Deset največjih delničarjev družbe Mercator in delež lastništva

31. 12. 2004		29. 8. 2005		Na dan		2. 6. 2006	
Delničar	Delež v odstotku	Delničar	Delež v odstotku	Delničar	Delež v odstotku	Delničar	Delež v odstotku
KAD	16,32	KAD	15,34	Banka Koper	14,34	Banka Koper	13,17
SOD	13,57	SOD	13,74	SOD <sup>126</sup>	13,17	Infond Holding, d. d., Maribor <sup>127</sup>	12,76
KD Group	10,96	VS Triglav Steber I <sup>128</sup>	3,37	Infond holding	6,89	Pivovarna Union, d. d., Ljubljana	10,23
Triglav steber I, delniška investicijska družba, d. d., Ljubljana	3,38	KD Galileo, vzajemni sklad <sup>129</sup>	3,36	Pivovarna Laško	4,09	Pivovarna Laško	8,84
Zavarovalnica Triglav, d. d., Ljubljana	2,64	KD Holding	3,16	VS Triglav Steber I	3,19	Istrabenz	7,62
NFD 1 delniški investicijski sklad, d. d., Ljubljana <sup>130</sup>	2,43	Sava, d. d., Kranj	2,91	Istrabenz	2,84	Zvon Ena holding, d. d., Maribor	6,07

<sup>126</sup> SOD je imela na dan 31. 12. 2005 lastniški delež v družbi Mercator, ker na ta dan družba Pivovarna Laško še ni plačala delnic in zato nanjo še niso bile preknjižene.

<sup>127</sup> V nadaljevanju: Infond holding.

<sup>128</sup> Delniški vzajemni sklad Triglav Steber I, katerega upravljavec je Triglav, družba za upravljanje, d. o. o., Ljubljana (v nadaljevanju: VS Triglav Steber I).

<sup>129</sup> KD Galileo, mešani vzajemni sklad, katerega upravljavec je KD Investments, d. o. o., Ljubljana (v nadaljevanju: KD Investments).

<sup>130</sup> V nadaljevanju: NFD 1.

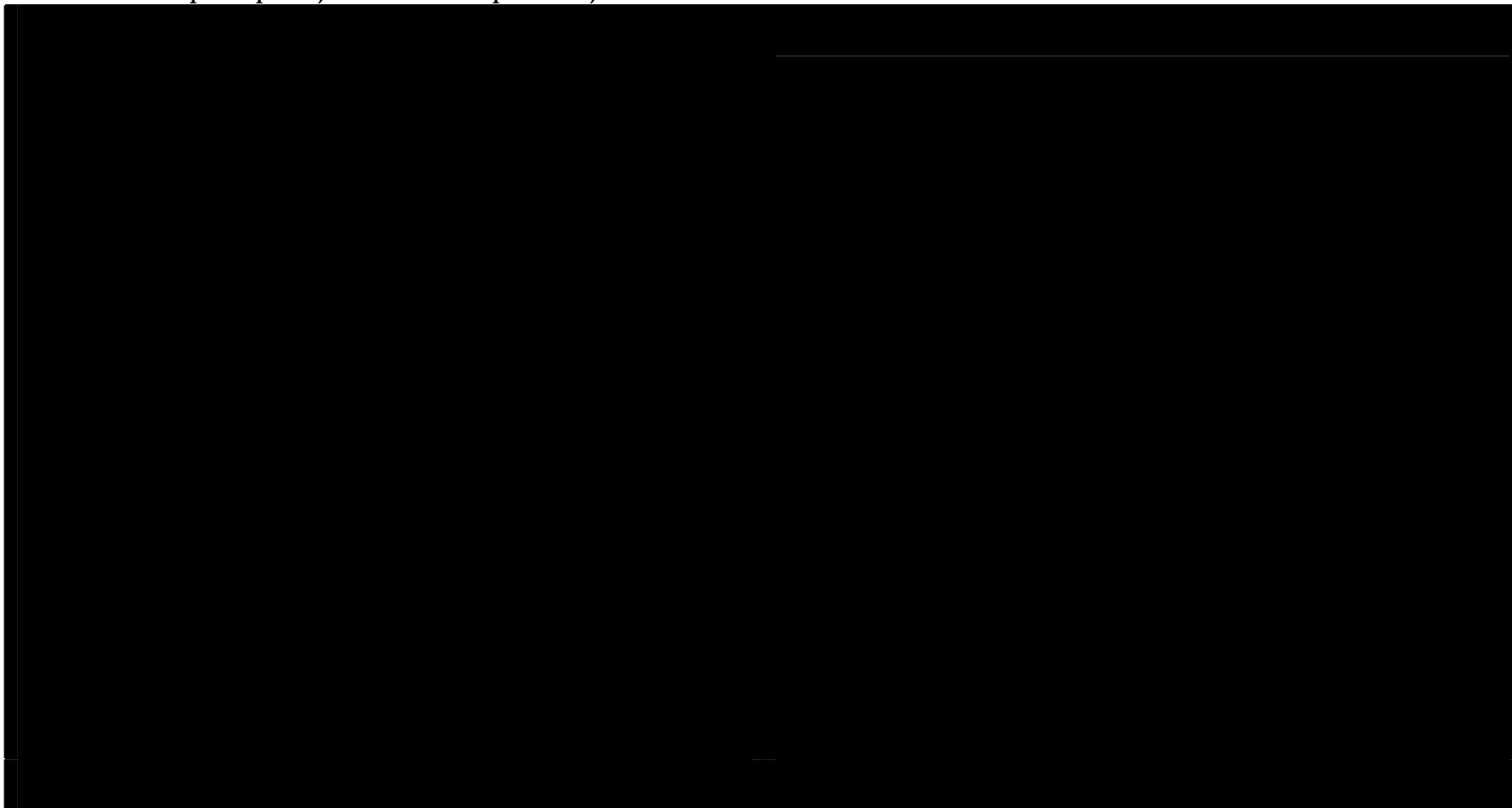
31. 12. 2004 Delničar	Delež v odstotku	29. 8. 2005 Delničar	Na dan		31. 12. 2005 Delničar	Delež v odstotku	2. 6. 2006 Delničar	Delež v odstotku
				Delež v odstotku				
Sava, d. d., Kranj	2,16	NFD 1	2,39	Sava, d. d., Kranj	2,81	KD Group	2,98	
Electa, d. o. o., Ljubljana	1,74	KD Rastko, vzajemni sklad <sup>131</sup>	2,25	NFD 1	2,57	Mercator	1,90	
Bank Austria Aktiengesellschaft, Dunaj	1,15	KD ID, d. d., Ljubljana	1,99	Mercator	2,03	Pom-invest, d. d., Maribor	1,84	
Krona Senior, investicijska družba, d. d., Ljubljana	1,14	Electa, d. o. o., Ljubljana	1,74	Electa, d. o. o., Ljubljana	1,40	KLM naložbe, d. d., Ljubljana	1,71	

Vir: SOD.

<sup>131</sup> KD Rastko, delniški vzajemni sklad, katerega upravljavec je KD Investments.

**PRILOGA 2**

**Slika 1: Časovni potek prodaje delnic in dokapitalizacije družbe Mercator**



Vir: SOD.





**RAČUNSKO SODIŠČE REPUBLIKE SLOVENIJE · THE COURT OF AUDIT OF THE REPUBLIC OF SLOVENIA**

Slovenska cesta 50, 1000 Ljubljana, Slovenija · tel.: +386 (0) 1 478 5800 · fax: + 386 (0) 1 478 5891  
sloaud@rs-rs.si · www.rs-rs.si

*Enota Maribor / Maribor Office*

Ulica heroja Bračiča 6, 2000 Maribor, Slovenija · tel.: +386 (0) 2 250 5880 · fax: +386 (0) 2 250 5896