

# K STRATEGIJI ODTUJITVE GOSPODARSKIH DRUŽB V DRŽAVNI LASTI<sup>1</sup>

**Komentar vladnega predloga o odtujitvi kapitalskih deležev države v gospodarskih družbah**

Franjo Štiblar

25

## POVZETEK

**Teoretično;** razlog postopnosti v privatizaciji je bila želja po času za vnaprejšnjo akumulacijo zadostnih domačih prihrankov, da bi nekatere javne družbe lahko kupili domačini. Pri privatizaciji vsi trije kriteriji za njeno uspešnost: poštenost/razvidnost, donosnost in hitrost ne morejo biti izpolnjeni hkrati, primaren naj bi bil prvi. Prodaja v sili je zavržna. Državni Zbor (DZ) naj ohranja ključno funkcijo prodajalca, Slovenski državni holding (SDH) naj bo le agent, saj bo tako najširša politična strankarska kontrola odtujitev. Država je lahko dober lastnik v sistemu prevladujoče humanistične morale, neizbežno slab v sistemu »ekonomistične morale«, v katerem sploh ni brez neekonomskih vrednot. Tuje ustanavljanje novih družb pri nas je zeleno, če nima negativnih eksternalij. Zavzemanje za domačo last je potrebno pojasniti z vidika subjekta, objekta lastnine in pravice. Tako domače lastništvo pomeni, da naj v nekaterih strateško pomembnih družbah (in področjih) ostane večinsko odločanje o ključnih zadevah (razporeditve dobička, investicij, okoljskih in socialnih vplivov na domače okolje) v rokah večinsko domačega prebivalstva.

**Predlaga se trifazni postopek** v procesu odtujitve družb, v katerem se uporabijo štiri skupine kvantitativnih kriterijev za večjo preglednost in lažje odločanje.

Prva faza: vlada da predlog družb za odtujitev skupaj s kriterijem razlogov/ciljev odtujitve, ki ga Državni Zbor (DZ) oceni po kriteriju primernosti družbe za odtujitev (strateški pomen, ekonomski in neekonomski učinki, zaščita know-how) in odobri postopek za primerne družbe (izračunana preko 50% primernost).

---

<sup>1</sup> Tekst je bil napisan konec maja in pred zadnjimi spremembami v postopkih. Ne glede na to, pa kriteriji za odločanje ostajajo relevantni.

Vladni predlog iz letošnjega maja (47600-5/2013/11) pravilno govori o odtujitvi (mogoče bi bilo tudi o prodaji), ne pa o privatizaciji kapitalskih deležev države v gospodarskih družbah, saj so kupci poleg privatnih pravnih oseb (domačih ali tujih) lahko tudi tuje družbe, ki so de iure ali de facto v državni lasti (na primer državno dokapitalizirane tuje banke ali podjetja) ali pa mednarodne finančne institucije (na primer: EBRD, IFC).

Druga faza: Slovenski državni holding (SDH) napravi tržno raziskavo (s pomočjo svetovalcev ali brez) in seznanji DZ s ponujenimi cenami (ki morajo preseči vsaj knjigovodsko vrednost družbe) in primernostjo kupca, če slednji preseže vsaj 50% zahtevanih kriterijev. DZ odobri (ali zavrne) prodajo in pooblasti SDH za pripravo pogodbe.

Tretja faza: SDH predstavi DZ predlog odtujitvene pogodbe (po želji kupca lahko interno, do sklenitve posla). DZ pogodbo preveri glede izpolnjevanja vseh štirih kriterijev in jo odobri.

Post festum: DZ s svojimi telesi (pol)letno preveri kupčeva izpolnjevanje pogodbe o odtujitvi in v primeru neizpolnitve zahteva ustrezne sankcije, vse do njene razveljavitve.

26

**Konkretna ideja** je, da mora vlada v predlogu za začetek odtujitve prikazati vzroke/cilje zanjo. Ocene o družbenem pomenu prodaje so osnova za zeleno luč s strani DZ za prvo fazo odobritve začetka postopka, če je ocena primernosti nad 50%. DZ tudi odobri uporabo zunanjih svetovalcev. Agent države SDH,...) predstavi rezultate tržne raziskave v drugi fazi postopka, pri čemer se upošteva finančno-dolžniški položaj objekta morebitne odtujitve in oceno primernosti kupca. DZ v tretji fazi odobri pogodbo, ki jo potem SDH podpiše s kupcem.

**Rezultati empirične analize predlaganih 15 javnih gospodarskih družb za odtujitev** kažejo, da nikakor ne bi smeli odtujevati Telekoma, Cinkarne, Fotone in Heliosa, delni zadržek velja tudi za NKBM, ostalih 10 pa bolj ali manj ustreza za odtujitev. V vladnem predlogu je doseženih največ polovico taksativno naštetih razlogov za odtujitev 15 družb, kar je malo. Celotna knjigovodska vrednost državnega kapitala v 15 predloženih družbah dosega le dobro 1 milijardo €, premalo za znatno znižanje javnega dolga, tudi če bi se družbe v kriznih časih uspešno prodale, kar je vprašljivo. S prodajo znatne razdolžitve ne bo.

\*\*\*

Na predlog vlade za prodajo kapitalskih deležev države v 15 gospodarskih družbah v maju 2013 je Državni Zbor odgovoril z zahtevo po pripravi celovite strategije »odtujevanja«. Članek predlaga elemente zanjo. Sestavljen je iz splošnega okvira kot vizije z zgodovinsko, teoretično in komponento provenience lastnikov ter iz konkretnega predloga postopka odtujitve v treh fazah. Pri tem se uporabi štiri vrste izračunljivih kriterijev, ki s pomočjo kvantifikacije odtujitev preko delovne tabele naredijo sliko o odtujevanju družb mnogo bolj jasno in celovito, da bi bilo odločanje lažje. Gre za kakovostni dvig priprave predlogov odtujitve na višjo stopnjo skrbnosti, preglednosti in sistematičnosti. Prispevek temelji, med drugim, na pogledih prve samostojne slovenske gospodarske strategije iz prve polovice 1990-tih in na prispevku o lastnini v Sobotni prologi DELA iz 18.2.2010.

# I. SPLOŠNI VSEBINSKI OKVIRI - VIZIJA

## 1. Zgodovinsko opravičenje

V gradualističnem pristopu v oblikovanju slovenskega samostojnega ekonomskega sistema in vodenju ekonomske politike, ki je bil izbran takoj po osamosvojitvi (tudi prva ekonomska strategija iz prve polovice 1990-tih let), je **postopnost privatizacije** bila utemeljena s tem, da nekaterih sektorjev pač ne privatiziraš (infrastruktura), in to zaradi zagotovitve javnih storitev ki sodijo v minimalni življenjski standard, za druge družbe pa je bila postopnost predvidena za to, da se ustvari dovolj domačih prihrankov, torej kapitala, da bodo v privatizaciji sodelovali tudi domačini in ne bo samo prodaja tujcem kakor v drugih tranzicijskih državah. Bili smo dovolj razviti in pametni, da nam s tranzicijo in izgubo jugoslovanskih trgov prizadetih družb ni bilo potrebno takoj prodati (podariti) tujcem pod ceno, ampak smo jih sami sanirali – preko uspešnega saniranja ključnih bank. Vse izgube se namreč v krizi na koncu koncentrirajo v bankah.

27

Če kakšna, je bila **napaka** v tem, da smo zaupali v pošteno privatizacijo s kupninami iz vnaprejšnjih prihrankov. Vodilni gospodarstveniki pa niso bili na ravni zahtev, tako da po 20 letih samostojnosti razprodajamo tujcem vse, kar smo prej celo v časih nesamostojnosti na Slovenskem uspeli ustvariti.

## 2. Temeljni teoretični okviri

V privatizaciji (odtujevanju) se teoretično sledi **trem kriterijem**, ki pa v konkretnih primerih ne morejo biti izpolnjeni hkrati: (1) poštenost (transparentnost, pravičnost) in smiselnost s stališča ohranitve makroekonomske suverenosti Slovenije, (2) ekonomska učinkovitost (zaslužek prodajalca) in (3) hitrost.

Državni Zbor (DZ) mora oblikovati prioritete med temi kriteriji in hkrati minimalne zahteve za vsakega, da bi konkretna družba sploh bila prodana. Prvi kriterij poštenosti in ohranitve suverenosti naj bi ostal primaren; če je izpolnjen, se upošteva drugi kriterij dosežene cene, in šele, če je le-ta izpolnjen, se proda. Torej ima hitrost zadnjo prioriteto.

Časovno gledano namreč **prodaja v sili** (»fire sale«) ni potrebna, dokler se lahko za tekoče financiranje primanjkljaja in servisiranje dolga pridobi kredite v tujini in tudi doma (!), katerih strošek obresti je nižji od izgube razlike med kupnino v dobri ekonomski situaciji (»poštena vrednost« v sodobni terminologiji) in brez pritiska časa od kupnino v kriznih časih in v prodaji pod pritiskom (fire sale).

Večja transparentnost postopka in premajhna strokovnost vodstva Slovenskega Državnega Holdinga (SDH) sta razloga, da mora **odtujitev potekati preko DZ**, SDH pa nastopati

samo kot agent države. Koncentracija prodaje milijardnega državnega premoženja v rokah vodstva SDH, ki je lahko prav tako kontaminirano politično (domače stranke, tuji kupci) in nezadostno strokovno, je absurdna zloraba demokratičnosti, transparentnosti in »kraja državljanom«, ne glede na to, kar bi zunanji svetovalci želeli (EU, IMF,...).<sup>2</sup>

Odtujitev družb v državni lasti je lahko izvršena domačim privatnim ali tujim kupcem. Pri slednjih se lahko znajde kot lastnik kupca tudi država (kot primer KBC v dejanski lasti države in nekatere druge tuje banke pri nas po krizi), ali mednarodna finančna institucija (EBRD, IFC). Prodati tuji državi, če domačo državo odpravljamo kot lastnika, ni smiselno niti logično.

28

Pojavi se vprašanje, kaj pa, če bomo s postopkom in vsebinskimi kriteriji prodajo preveč omejevali, tako da sploh **nič ne bo prodano**. Kaj takrat? Lahko se zgodi, da za nekatere družbe sploh ne bo zanimanja kupcev, tako da se na koncu znajdejo v stečajju. V tem primeru je potrebno na vladni ravni, po mandatu DZ vladi, presoditi, ali je mogoče s spremembo vodstev družb in z novimi programi pridobiti tolikšno zaupanje bank in drugih finančnih institucij, da se pridobijo finančna sredstva za nadaljevanje njihovega poslovanja, če je perspektivno.

Dva elementa, ki **povezujeta lastništvo družbe z upravljanjem** in ju je potrebno upoštevati, sta provenienca lastnika (tuj-domač, privatni-javni) in koncentracija v strukturi lastništva (en lastnik – razpršeno lastništvo).

Jasno je, da bodo **strokovnjaki vsake stroke v odločanju uveljavljali prvenstveno svoj specifični optimum**, ekonomisti ekonomskega, ekologi ekološkega, socialni delavci socialnega. Vendar, imajo DZ, vlada in premier mandat, da pri iskanju rešitev iz vseh ozkih parcialnih maksimumov najdejo družbeni optimum kot kompromis med navedenimi konstitutivnimi elementi blaginje. To morajo znati, biti sposobni vsaj izbrati, kar pomeni razumeti po eni strani prevladujoče interese prebivalstva, po drugi strani znati razbrati težnje posameznih skupin strokovnjakov - prišepetovalcev in se zaščititi pred prevlado ene skupine (več o tem v prispevku v Sobotni prilogi DELA, 18.2.2010).

Prodaja državnih podjetij tujcem pogosto ni družbeni optimum naše države, saj ekološki, socialni, etnični vidiki niso upoštevani. Vendar pa s tem ni dosežen niti ekonomski

<sup>2</sup> Pod krinko prodaje družb za odpravo vmešavanja slovenske države v njihovo upravljanje je v resnici cilj razvitih zahodnih članic EU, da končno lastniško prevzamejo ključne slovenske blue chipse in infrastrukturne družbe. Temu se je med tranzicijskimi državami uspešno upirala edino Slovenija, ker je želela biti vsaj pol-center EU in ne vzhodna provinca kot ostale tranzicijske države. Pa se je našel način izpeljave po ovinku: najprej so nas kreditirali za igro na borzi; na borzah smo amaterji ljudje, podjetja, banke aktivno izgubili (če ni prišlo celo do prisvajanja domače in tuje elite preko slabo zavarovanih bančnih kreditov), vračanje kreditov na pasivi je ostalo. Ker so zadovoljeni akterji sredstev nimajo, je delno vstopila država, da bi omilila negativne posledice stečajev; dolg pa naj bi plačevali s prodajo državnega premoženja. Tako bi bil dosežen začetni cilj razlastitve Slovenije, sicer po daljši poti, in Slovenija se končno uvrsti tja med ostale tranzicijske članice EU, kamor v očeh razvitih članic EU spada - v podrejeno provinco.

optimum(!) za vse generacije in tudi ne za ne-elito sedanje generacije, kot sicer želijo prikazati najglasnejši ekonomski liberalci. Če bi enkrat prodali vse domače premoženje v državni lasti tujcem, da bi se rešili iz krizne situacije (primanjkljaja in dolga), kaj pa ostane za ukrepanje, ko bo prišla **naslednja kriza** in sredstev v obliki premoženja za prodajo kot načina reševanja iz krize več ne bo?

Ekonomska znanost ni eksaktna, njene rešitve niso matematično enotne in gotove, tudi zato, ker nujno vsebujejo vrednostne sodbe, mnogo dejavnikov gospodarjenja pa je neizmerljivih. Zato ni mesta za fascinacijo nad »nenadkriljivimi rešitvami« ekonomske vede.<sup>3</sup> Ob prodaji tujcem tako ne le družbeni, temveč v resnici niti ekonomski maksimum slovenske družbe (domače družbe vseh stalnih rezidentov- prebivalcev Slovenije) ni dosežen. Pri tem je potrebno samo spomniti na temeljni članek Paula Samuelsona iz leta 1948, za katerega je poleg knjige (»Foundations of microeconomic analysis«) dobil Nobelovo nagrado za ekonomijo, o **medčasovnem-medgeneracijskem optimumu funkcije koristnosti – blaginje**. Statični maksimum koristnosti za eno (sedanje, tekoče) obdobje sedanje generacije nikakor ni nujno, niti običajno, hkrati tudi dinamični optimum za celotno dolgo obdobje vseh domačih generacij. Je samo parcialni optimum sedanje generacije. V danem primeru: prodaja slovenskega gospodarstva tujcem za pokritje proračunskega primanjkljaja ali odplačilo dolga (namesto, da bi si za te namene prihranili iz tekočih dohodkov sodobniki, ki so dolgove ali proračunsko luknjo naredili) pomeni, da pridobljeni izkupiček ne bo produktivno naložen, da bi povečeval bogastvo in blaginjo bodočih generacij. Otrokom od prodaje ne ostane nič; starši so jim porabili premoženje, da bi odplačali, kar so se zadolžili in zapravili, kar so dobili od svojih staršev in bi morali predati naslednji generaciji.

Ali je sploh mogoče brez tveganja napake izračunati ekonomsko optimalno rešitev naložbe podjetja, ključne odločitve? Ni. Pri tem je namreč največ, kar se lahko uporabi, **cost - benefit analiza**, ki ji manjka eksaktnosti in visoke verjetnosti uresničitve, saj gre za izračun za vnaprej.

**a)** Prihodnost prinaša bodoča objektivno negotova dejstva, za katera se današnje napovedi pogosto izkažejo kot nepravilne. V času sprejemanja ključnih odločitev, tako v proizvodnji kot v delitvi, torej aktivizacije investicij, ki traja tudi nekaj let, se lahko pogoji gospodarjenja na trgu bistveno spremenijo: predvsem cene, tako produktov in storitev kot proizvodnih faktorjev, se spremenijo nepričakovano. Celotni ex ante optimum se pogosto in kaj lahko ex-post izkaže kot napačna naložba, slaba rešitev.

**b)** Vse koristi in stroški posamezne ključne odločitve o investiciji pa niso izmerljive v denarju. Poleg čisto ekonomskih gre za neekonomske posledice, na primer ekološke, socialne, etnične koristi (in prej stroške), ki številčno niso izmerljivi, so pa lahko enako ali še bolj pomembni od čistih ekonomsko izmerljivih stroškov in koristi, če gledamo z vidika celotne družbe v vseh njenih segmentih bivanja in delovanja.

<sup>3</sup> O nujni skromnosti ekonomije pri znanstveni analizi, nevarnosti njene zlorabe strani elit, in napovedovanju prihodnosti med drugimi v zadnjem času tudi Dani Rodrik iz Harvarda (zapis v DELU, konec maja 2013).

Kot posledica obojega je, da **tudi če bi hoteli, najboljši, najbolj nepristranski tuji gospodarstveniki kot lastniki naših blue chipsov ne morejo ex-ante izračunati celotnih družbenih stroškov in družbenih koristi različnih investicijskih odločitev in na tej osnovi izbrati najboljše, nasploh, kaj šele za Slovenijo.** Ostaja mehko področje zaradi negotovosti prihodnosti in zaradi celotnih družbenih (ne samo parcialnih mikro učinkov za posamezno podjetje) učinkov investicije kot gospodarske strateške odločitve. Izbor končne rešitve je zaradi objektivne prisotnosti vrednostnih sodb nujno subjektiven in parcialen. Če ga naredi tujec, ki živi v tujem okolju, bo pač nujno odločil v korist blagostanja sredine, iz katere izhaja in kjer tudi sicer stalno živi.

30

### 3. Država kot lastnik (infrastrukture, gospodarskih družb blue chipsov)

Pri domači večinski lasti nekaterih ključnih gospodarskih družb je seveda privatna bolj zelena kot državna, če je le mogoča. Vendar je **država kot lastnik** prišla na slab glas šele v sistemu »ekonomistične morale« neoklasičnega ekonomskega sistema, ki pri odločanju zavrača kakršne koli vrednostne kriterije (kot so poštenost, pravičnost, družbena koristnost; pogosto pa tudi socialne, ekološke etične vidike) in kot edini kriterij vzame lastni dobiček, korist posameznega odločevalca. »Popolni trg pa naj bi omogočil, da bo takšna odločitev zgolj po lastnem profitu optimalna tudi za družbo kot celoto<sup>4</sup>«. V takem sistemu »vrednot brez vrednotenij« tudi državni administratorji upravljajo državno, javno premoženje brez moralnih zadržkov, v svojo osebno korist, torej ga zlorablajo. Nasprotno, v sistemu obstoječih »humanih moralnih vrednot« kontinentalne Evrope pa poštenost, pravičnost, itd. igrajo pomembno vlogo. Zato ob njihovem upoštevanju državni uradnik ne ravna zgolj v svoje dobro in za svoj dobiček, ampak odloča tudi v skupno dobro. Tedaj je lahko državna lastnina upravljana v dobro ne le upravljavca, ampak širše, v dobro družbe kot celote. Država ni več bojazen.

Kakor hitro v zadnjih desetletjih ekonomistična neoklasična morala imperialistično prevzema mesto humanistične morale po vsem svetu in tudi pri nas, postaja delo v državni upravi brez moralnih norm, vse bolj v lastno korist, ne več v korist skupnosti državljanov v državi.<sup>5</sup> Tiste, ki se ravnaajo še po »starih« moralnih načelih, imajo za »neumne«. Zato je v državah ekonomistične morale država v načelu vir individualnih zlorab uradnikov, v sistemu humane morale pa ni nujno tako.

Da bi državni lastnini dali mesto, ki ji pripada (uporabo v korist družbe kot celote z upoštevanje eksternalij - zunanjih negativnih neekonomskih posledic ekonomskih odločitev), bi bilo

4 Gre za Milton Friedmanovo slabo interpretacijo Adama Smitha in njegove nevidne roke, Zanemarja namreč, da je moralni filozof Adam Smith, ki naj bi bil začetnik ekonomije kot znanosti, ob »Bogastvu narodov« napisal tudi »Teorijo moralnih sentimentov«, po kateri naj bi se ekonomski akterji pri stremljenju za maksimiranjem profita ravnali moralno neoporečno, torej s svojimi dejanji ne bi škodili drugim akterjem na trgu.... Taka škoda namreč znižuje družbeno blagostanje kot seštevke individualnih blagostanj.

5 Pri tem ne gre toliko za državne administratorje kot za politično elito, ki odloča na državni ravni. »Ločiti politiko od gospodarstva« pomeni omogočiti ohranitev ekonomske, s tem pa tudi politične suverenosti.

potrebno zaustaviti imperializem ekonomistične morale v korist humanistične morale. Ali bo to mogoče in če, kdaj? Pogled v sodobno okolje, vzgojo, medije, vzvode oblasti, postavlja zeleni odgovor pod velik vprašaj. Ključno je torej postaviti »sistem iniciativ« (v teoriji vse bolj uveljavljeni koncept), ki bo v družbah v državni (javni) lasti onemogočil parcialne politične pritiske in hkrati podpiral ob drugih kriterijih tudi ekonomsko učinkovitost.

Ko se opredeljujemo za večjo neposredno nadzorno funkcijo DZ v procesu odtujevanja državnega premoženja, se postavlja vprašanje vloge Računskega sodišča – ali tudi lahko opravlja podobno funkcijo nadzora? Lahko bi šlo za podvojitev dela, čeprav je DZ širši predstavnik javnosti in zato bolj upravičen do nadzora odtujitev.

#### 4. Prodaja tujcem<sup>6</sup>

Če provenienca lastnika ni pomembna, zakaj potem vse razvite države (zahodne ali stare članice EU, tudi tiste, ki so v največji gospodarski luknji, kot Grčija, Portugalska, Španija, Italija, Irska) vztrajajo pri domači lasti blue-chipsov in infrastrukture, tranzicijske pa so že vse, kar je kaj vredno, prodale?

Tuje ustanovitve novih podjetij pri nas (green-field) so seveda dobrodošle, če ne ustvarjajo neželenih zunanjih (okoljskih naravnih, socialnih, kulturnih) problemov. Odločilno je vprašanje prodaje tujcem domačih podjetij, družb v državni lasti. Pri tem ni smiselno prodajati vseh strateško pomembnih podjetij, niti podjetij, ki dajejo primerljivo odlične ekonomske rezultate (Krka). V prvem primeru gre za strateški pomen, v drugem za ekonomsko učinkovitost:

**Zavzemanje za domačo last je potrebno kvalificirati (razširiti) v treh smislih**, da se zavrne očitek ekonomskega nacionalizma. Gre za širitev pojma subjekta lastnine, objekta lastnine in obsega lastniških upravičenj v naslednjih smislih:

1/**Subjekt**: gre za širitev od Slovencev na vse državljane Slovenije in še korak naprej, na vse, ki stalno živijo v Sloveniji, oziroma imajo v Sloveniji ustanovljene ekonomske enote (ker bodo skrbeli za okolje, v katerem živijo z družinami in delajo, poslušajo, ekološko, socialno, pravno). V tem smislu so domači subjekti vsi, ki stalno živijo in delajo v Sloveniji, niso pa domači subjekti Slovenci, ali državljani Slovenije, ki niso tu ali pa v tujini delajo proti koristim Slovenije (tajkuni z denarjem v davčnih oazah, ki nič ne prispevajo k blaginji v Sloveniji, ampak jo le zlorablajo za svojo korist).

2/**Objekt**: ohraniti v domači lasti ne vse, temveč samo nekatere ključne strateške družbe in še te ne nujno 100%. Ključnost družbe opredeli strategija ohranitve ekonomske suverenosti (dokler enako počnejo druge razvite države v centru ali pol-centru EU). Konkretno gre po eni strani za področja infrastrukture (trde, mehke, etnične), po drugi za družbe v javni lasti,

<sup>6</sup> Več o tem v posebnem dvojnem članku v dodatku, ki je bil objavljen v začetku 2010 v Sobotni prilogi DELA.

ki dajejo državi kot so(lastniku) primerne donose (po svetovnih merilih), po tretji strani za družbe ki upravljajo z naravnimi viri (voda, rude, naravni parki,...)

3/ **Lastnina**: od vseh lastniških upravičenj - uporabe (ius utendi), koriščenja plodov (ius fruendi), zlorabe (ius abutendi), vendar tudi skrbi za objekt (obligatio procurandi) - je ključna v domači lasti predvsem pravica uporabe, ki se v gospodarskih družbah razširi tako, da gre za sprejemanje ključnih odločitev v družbi (o alokaciji čistega dobička, torej o investicijah in razvoju) s strani domačinov. Glede pobiranja plodov je sprejemljivo tudi tuje pasivno lastništvo, če je razpršeno. Glede možnosti zlorab je treba onemogočiti, da se družba ekološko, socialno zlorabi, ali da se v prid tuji konkurenci zapre. Tukaj gre za dolžnost skrbnosti tudi glede neekonomskih učinkov poslovanja (socialni dumping, ekološko onesnaženje).

32

Tako zavzemanje za domače lastništvo pomeni, da naj v nekaterih strateško pomembnih družbah (in področjih) ostane večinsko odločanje o ključnih zadevah (razporeditve dobička, investicij, okoljskih in socialnih vplivov na domače okolje) v rokah večinsko domačega prebivalstva (stalnih prebivalcev Slovenije).

Torej, ali je res prodaja naših blue chipsov (vodilnih podjetij) v državni lasti tujcem, ki bi pomenila izgubo ekonomske suverenosti, vodi pa v predajo politične in kulturne suverenosti, »stvarni ekonomski interes« Slovenije, ljudi, ki stalno živijo na teh prostorih? Seveda ni. **Prodaja tujcem državnih podjetij bi neposredno uničila domačo identiteto in bi bila zato proti rezidenčnemu interesu, ki je v njeni ne le ohranitvi, temveč tudi krepitvi.** Brez domače lastnine vsaj nekaterih ključnih podjetij (blue chips) v infrastrukturi (poleg klasične sem šteje tudi finančni sektor, trgovina), pri naravnih virih bomo ostali brez materialne osnove za ekonomsko suverenost (odločanje o ključnih zadevah doma), kar pa bo pomenilo pokop tudi kulturne suverenosti in na koncu de facto politične suverenosti, ki obe brez ekonomske podlage na dolgi rok ne moreta preživeti. To vedo zahodne razvite države, kar izkazujejo s konkretno domačo lastjo vodilnih gospodarskih enot, vzhodne države »nove Evrope« pa so z razprodajo svojih ekonomskih temeljev tujcem same uvrstile v provinco (na periferijo) razvite Evrope (po Wallersteinu).

## 5. Kritika nekaterih vladnih stališč v dokumentu o odtujitvi

Dokumentu manjka sistematičnost in enovitost predstavitve družb za odtujitev. Ve se, da naj bi kupnina napolnila finančne luknje (socialne, SOD,..) pri nekaterih javnih prodajalcih. Tujcev (EU) ta vidik ne zanima, temveč želijo primarno, da se bodo naše družbe prodajale, da se bomo odprli tujim investicijam, ki pa so le tuji prevzemi.

Argument kumulativne vrednosti naložb za potrebo po soglasju za vse odtujitve v enem dokumentu (stran 3) ne vzdrži kritične presoje: gre za milijone € in nobena bližnjica in prevelik mandat izvrševalcem odtujitve nista zelena. Širši makroekonomski interesi države



in trajna stabilna rast sta dva argumenta strateške pomembnosti posamezne družbe (stran 4). Če ne gre za pokrivanje luknje v proračunu (kar je sicer strateško vprašljivo), potem tudi hitenje ni potrebno, med drugim tudi zaradi nizkih cen v kriznih razmerah (izkazano tudi s tekočimi izgubami večine predlaganih družb). Če bo najprej dosežena pozitivna gospodarska rast Slovenije, se bodo fiskalni dohodki države povečali in morda nekaterih družb sploh ne bo potrebno prodajati, druge se bodo prodajale ugodneje.

Ključni cilji prodaje (stran 4, kupnina, makroekonomski cilji, obstoj in razvoj družbe) so inkorporirani kasneje v tem prispevku predlagano shemo kriterijev za odtujitev. Enako kriteriji metode prodaje, kjer bi v konkretnih primerih lahko bili bolj jasni.

33

## II. PREDLOG POSTOPKA ODTUJITVE

### 6. Uvodni okvir

V razpravi o statusu SDH (in SOD, KAD,...) v odtujitvi govorita dva razloga v prid stališču, da naj bodo zgolj agenti DZ, ki odloča končno o odtujitvi. Zato naj ne bodo samostojne pravne osebe, ki v celoti odločijo o prodaji milijardnega slovenskega javnega premoženja. Prvič, s tem se ohrani največja možna politična transparentnost postopka (vse stranke v DZ so v celoti seznanjene s postopkom odtujitve, četudi bi morda moral biti do prodaje nejasen). Drugič, zaposleni v SDH (SOD, KAD) v veliki meri niso strokovno dorasli nalogi. Njihov mandat prihaja iz čisto politične oportuniteti, znanja političnega manevriranja, ne pa iz slovenskega rezidenčnega interesa ravnati z javnim premoženjem optimalno. Seveda bo tudi DZ potreboval strokovne svetovalce za prodajo, domače in tuje, a tudi njihovo angažiranje naj bo javno transparentno.

Zaradi nevarnosti političnih zlorab ob netransparentnosti postopka v primeru polne predaje mandata Slovenskemu državnemu u holdingu (SDH) in drugim institucijam je primeren naslednji **trifazni postopek** v procesu odtujevanja, s pomočjo štirih skupin kriterijev.<sup>7</sup>

**1.faza:** vlada ali SDH (v dogovoru s KAD, SOD in drugimi naštetimi institucijami, v nadaljevanju skrajšano le SDH) predlaga DZ gospodarske družbe za prodajo. DZ na osnovi vnaprej zapisanih in ocenjenih **kriterijev za prodajo** potrdi in da pooblastilo za začetek

<sup>7</sup> Po analogiji: prenos prodajanja državnih družb na ožjo skupino v SDH v smislu odvzema demokratičnosti odločanja, spominja na odpravo možnosti ljudskega referendumu, kadarkoli so posledice finančne (takšne pa so v resnici pri vseh referendumih). Napadalni »ekonomizem« vedno znova in v vseh porah življenja v svetu (in zato tudi pri nas) v imenu ekonomske učinkovitosti kot zveličavno edinega kriterija odpravlja demokratičnost odločanja. »Reductio ad absurdum«: končna rešitev je avtoritarni režim leve ali desne provenience, ki naj bi se, vsaj po mnenju nekaterih, izkazal kot najbolj ekonomsko učinkovit (poudarjanje vzorov najhitreje rastočih gospodarstev v svetu). Kritika: prvič, avtokrati si odrežejo največji kos materialne pogače zase. In drugič, blagostanje ne sestavljajo samo materialne dobrine, ampak še svoboda, kultura, umetnost, šport, inkluzivnost, socialno in ekološko vzdržljivo okolje...

postopka, DZ potrdi tudi predlagane tuje finančne posrednike, ki bodo sodelovali v procesu prodaje (vendar niso vedno nujni, ker je nevarnost, da se tudi takih posrednikov kaj denarja odteče; treba se je nasloniti na domače moči; če jih v DZ ni, ker je premalo strokovna, pa v drugih institucijah).

34

**2.faza:** SDH naredi raziskavo trga (kakšno ceno je mogoče doseči) in pride z informacijo in predlogi pred DZ. V DZ mora biti že prej sprejeta minimalna cena, za katero je smiselno v danem trenutku prodajati neko družbo. **Kriterija za pozitivno odločitev o prodaji** bi bila: najprej primerjalno trenutna cena podobnih družb v zadnjih prodajah na svetovnih trgih, potem pa kot zahtevani minimum 20x letni dobiček konkretne družbe v normalnih pred-kriznih časih. Če kriterija nista dosežena, se prodaja odloži do boljših časov. Oceniti je treba po vnaprejšnjih **kriterijih tudi kakovost kupca** in izpolnitev večine razlogov/ciljev za odtujitev.

**3.faza:** če DZ odobri dosežene pogoje prodaje družbe, SDH pride po potrditev konkretne kupoprodajne pogodbe v DZ. Ključno je, da so v njej poleg prodajne cene tudi drugi pogoji prodaje, kot so zaposlovanje, razvoj, ekološka zaščita. S potrditvijo v DZ lahko SDH sklene prodajno pogodbo s kupcem. DZ predhodno sprejme splošni dokument o **minimalnih splošnih kriterijev, ki jih mora vsebovati pogodba** in le-ti so vodilo pri njeni pripravi.

## 7. Izvedba kriterijev

**Prva faza: Pri izboru javnih gospodarskih družb za prodajo** je kriterij primernosti strateški pomen za gospodarstvo: infrastrukture se ne prodaja, če želi država ohraniti ekonomsko, z njo pa politično suverenost. Pri tem gre tako za »trdo infrastrukturo« (transportne poti, električna, IKT tehnologija) kot »mehko infrastrukturo«, (poti menjave, kot so trgovina, bančništvo, zavarovalništvo) in etnično infrastrukturo (ohranitev domačega kmetijstva, ekološke čistosti). V teh primerih se čisti ekonomski kriterij dobička razširi na družbeni optimum, česar ekonomisti navadno ne razumejo (varnost, odločanje o ključnih odločitvah, ki posegajo v blaginjo vsakdana naših prebivalcev). Tudi družb, ki izkoriščajo naravne vire, ki pripadajo vsem prebivalcem Slovenije, se ne prodaja. Če so razlog prodaje slabi rezultati poslovanja, je potrebno najprej odpoklicati vodstvo (raje najeti dobre tuje menedžerje in tuje kredite za okrevanje gospodarske družbe, kot prodati družbo, ki bi sicer ob dobrem vodstvu z dobrim programom prinašala nadpovprečne dobičke državi) ter postaviti in podpreti novo vodstvo s perspektivnim, dobrim programom.

### Vrednotenje primernosti za privatizacijo

Ob zgolj besednih opisih družb, ki jih vlada predlaga za prodajo, se je zaradi heterogenosti informacij težko odločati. Pripomoček pri tem bi bilo številčno vrednotenje primernosti posamezne družbe za privatizacijo (prodajo tujcem), pri čemer bi bilo izbranih več kriterijev z različno težo (strateški pomen za infrastrukturo, naravne vire bi imel na primer 50%, drugi

kriteriji skupaj 50%: med njimi bi bili stopnja zadolžitve in uspeha poslovanja, izguba know-how, pomen družbe za neekonomske cilje). Posamezno družbo bi ocenili z ocenami primernosti za privatizacijo po posameznem kriteriju od 0 do 1 (0 = nikakor ne odtujiti, 1 = vsekakor odtujiti). Tako bi zbrali vsoto ocen in za odtujitev bi DZ odobril le tiste, ki presegajo določeno minimalno mejno vrednost (na primer 50% možnega maksimuma) primernosti za privatizacijo. Predlog je ilustriran v dodatku za v vladnem dokumentu predlagane družbe.

Ko in če je družba ocenjena kot primerna za privatizacijo, bi morala biti prioriteta prodaja domačim (privatnim) kupcem, šele v drugem koraku prodaja tujcem. Z integracijo doma bi namreč širili domače uspešno blue-chipse in jih naredili močnejše za boj na svetovnih trgih.

**Druga faza: Predstavitev rezultatov tržne raziskave in izbora kupca:** DZ odobri kupca in pogoje prodaje. Ključno za odobritev odtujitve bo ekonomski izkupiček (merjen v primerjavi stroškov obresti za najete kredite z razliko med načrtovano ceno v normalnih pogojih, imenovano pošteno ceno, in ponujeno ceno) in kupčeva izpolnitev drugih zahtev prodajalca (socialne – zaposlitev, ekološke, program razvoja). Predlog prodaje konkretnemu kupcu mora vsebovati dvoje: primerjalne podatke o prodajah v svetu enakih družb in oceno, kaj pomeni prodaja za trg in družbene razmere doma.

**Tretja faza: Predstavitev predloga pogodbe, ki jo DZ odobri,** preden je sklenjena. Pogodba mora postati najprej poznana vsem parlamentarnim strankam (kupec bo lahko imel zadržke do njene objave, predvsem pred podpisom), po podpisu pa vsem stalnim prebivalcem Slovenije (permanentnim rezidentom). Pogodba mora imeti varovalke vseh vrst (politične, socialne, ekološke, etnične).

**Post festum: DZ sam in preko svojih teles (strokovnih moči) verificira izpolnjevanje pogodbe** (pol)letno in v primeru velikih kršitev ter neodziva na predhodna opozorila, pogodbo razveljavi, kupca razlastini.

Osnovni razlog vpletanja DZ v vse faze prodaje je v tem, da bodo soodločale vse stranke, s čimer bo dosežena največja stopnja transparentnosti in najnižja možna stopnja uveljavitve parcialnih političnih in finančnih interesov samo ene skupine.

## **8. Podatke o družbah za prodajo je potrebno predstaviti pregledno in kvantificirano, da bo odločitev lažja**

Predstavitev družb kandidatov za odtujitev v vladnem dokumentu ni narejena tako pregledno in sistematično, da bi bilo lahko odločiti po objektivnih kriterijih o prodaji. Zato je v treh tabelah v Dodatku dan primer, kako bi lahko empirično podprli odločanje in ga DZ olajšali (bodisi zaradi pomanjkanja časa ali poznavanja konkretnih primerov). Tudi kvantifikacija

zahteva uporabo nekaj subjektivnih kriterijev, vendar je sintetični rezultat jasen, pregleden poveden.

### Metodologija

Tabela je sestavljena iz štirih delov, predstavljenih kot kriteriji:

- 1/ prikaz števila argumentov/ciljev prodaje družbe v vladnem predlogu (skupaj jih je 14),
- 2/ rezultati poslovanja in finančno stanje družbe v 2012 in vložek države,
- 3/ ocena o primernosti družbe za odtujitev (poudarjeno v tujo last),
- 4/ ocena kakovosti in primernosti kupca – (za konkretne predloge še ni dovolj podatkov).

36

### ARGUMENTI – CILJI PRODAJE

Od 14 vsebinskih razlogov za privatizacijo (navedenih v vladnem predlogu) bi moralo biti izpolnjenih vsaj polovica, torej 7 ali več. Podani vladni predlog le redko dosega takšno raven. Opravičilo je, da pač predlog ni bil pripravljen tako sistematično, zato bi predlagatelj moral še enkrat ugotoviti, kateri od navedenih 14 razlogov/ciljev so v posameznem primeru izpolnjeni. Mogoče je seveda v seznam dodati še nove razloge/cilje, pri čemer pa mora seznam potencialnih vzrokov/ciljev odtujitve biti enak za vse družbe. Sedanji razlogi vključujejo sedem notranjih - pomanjkanje katerega od proizvodnih faktorjev (kapital, lastniška konsolidacija, delo, upravljanje, naravni viri, tehnologija) in sedem zunanjih: pritisk EU, pridobitev trga in poslov, državi prinese dobiček, cena, patentna tožba, transparentnost....

### POSLOVANJE IN FINANČNO STANJE DRUŽBE TER VLOŽEK DRŽAVE

Nekaj osnovnih finančnih kazalcev družbe iz vladnega predloga (nesistematično niso vedno vsi enaki podatki) je preračunano v poznane relativne kazalce, ki odgovorijo na ključna finančna vprašanja odtujitve:

- delež države in znesek kapitala (kot večinski lastnik ima več prostosti pri odločanju);
- vzvod (leverage): obremenitev družbe s posojili v primerjavi z lastnim kapitalom: v normalnem poslovanju preko 50% dolga v vseh virih sredstev ni zaželeno. Bolj so družbe zadolžene, težje se bodo rešile brez zunanje pomoči skozi odtujitev;
- profitnost tekočega poslovanja (profit na kapital ROE);
- izračun dinamične vrednosti družbe, poenostavljeno, kot 20-kratnik letnega profita, kar pomeni 5% diskontni faktor realne obresti. Seveda bi moral biti profit iz nekriznih časov. Če je dinamična vrednost večja od tekoče vrednosti kapitala, družba ne posluje dovolj ekonomsko učinkovito, kar je lahko eden od razlogov za odtujitev ali pa za spremembo vodstva in poslovnega programa.

### OCENA PRIMERNOSTI DRUŽBE ZA ODTUJITEV

Gre za subjektivno kvantifikacijo elementov, ki v prvi fazi odločijo o privolitvi za začetek postopka za odtujitev. Navedene so štiri skupine faktorjev:

- strateški (ekonomski, naravni vir, politični za ekonomsko suverenost) pomen družbe za Slovenijo (s ponderjem kar 50%); zelo pomembne družbe iz infrastrukture naj so javni lasti;

- posedovanje lastnega tehnološkega know-how (10%): lažje je z vidika države kot prodajalca odtujiti družbe, ki ga nimajo, težje tiste, ki ga že imajo in ga lahko izgube;
- uspešnost tekočega poslovanja in zadolženost družbe (20%): bolje poslujejo in manj kot so zadolžene, manj je ekonomskih razlogov za odtujitev, saj prinašajo državi kot lastniku ustrezne dividende;
- širši družbeni (socialni-zaposlitev in ekološki-onesnaževanje) pomen družbe za Slovenijo (20%). Več delovnih mest kot je z odtujitvijo ogroženo in potencialno večja ekološka škoda lahko z odtujitvijo nastane, manj je družba primerna za odtujitev.

DZ postavi minimum, ki ga mora potencialna družba preseči, da bi bila primerna za privatizacijo. Če je presežen, na primer 50 od 100 odstotnega maksimuma, DZ odobri drugo fazo postopka odtujitve – iskanje potencialnih kupcev.

37

Kriteriji za primernost odtujitve bi se lahko uporabljali tudi v četrti fazi (post-festum) oceni poslovanja odtujene družbe v privatnih (tujih) rokah. Neizpolnjevanje standardov primernosti bi bilo osnova za reagiranje DZ do kupca, vse do skrajnega primera razveljavitve prodaje.

**OCENA USTREZNOSTI KUPCA:** Kriteriji so lahko:

- provenienca (država) kupca (od 0 = revna, prezadolžena, do 1 = razvita, nezadolžena),
- kapitalaska moč in profitnost kupca (od 0= reven, zadolžen do 1= obratno),
- mednarodni rating kupca (od 0 = pod C, do 1 =AAA),
- potencialna možnost (nevarnost) za zapiranje odtujene družbe (0 ista branža, 1 druga),
- nevarnost zmanjšanje zaposlitve v odtujeni družbi (0 = je nevarnost, 1 = ni nevarnosti),
- odprava raziskovalnega oddelka v odtujeni družbi (0 =je mogoča, 1 = ni mogoča),
- program razvoja odtujene družbe s strani kupca (0 =slab, ne obstaja, 1 = odličen).

Za vsak kriterij se dobi 0-1 točka; potencialni kupec mora doseči najmanj 50% točk primernosti kupca, da bi bil kot kupec sprejet.

### **Izvedba**

Vlada mora v predlogu za začetek odtujitve prikazati vzroke/cilje. Ocena o družbenem pomenu prodaje je osnova za zeleno luč s strani DZ za prvo fazo odobritve začetka postopka, če je ocena primernosti nad 50%. DZ tudi odobri uporabo zunanjih svetovalcev. Agent države SDH,...) predstavi rezultate tržne raziskave v drugi fazi postopka, pri čemer se upošteva tako finančno-dolžniški položaj objekta morebitne odtujitve, ponujena cena in ocena primernosti kupca. Predlog pogodbe odobri DZ, če so izpolnjeni vsi kriteriji.

### **Rezultati ocenjevanja 15 družb**

Podani so v tabeli A (družbe že v postopku) in tabeli B (družbe še niso v postopku odtujitve), vsaka ima tri dele. Rezultati v prvega dela tabele kažejo, da je od 14 potencialnih razlogov/ciljev prodaje za posamezne družbe navedeno kot utemeljitev od dveh do največ sedem razlogov. Premalo. Seveda je mogoča dopolnitev izpolnjevanja kriterijev s strani predlagatelja odtujitve, ker kriteriji doslej niso bili taksativno naštet.

Drugi del kaže, da je celotna knjigovodska vrednost kapitala države v 15 družbah le 1039 milijonov € (v petih že v postopku 162.5 milijonov €, v desetih pred postopkom 876.5 milijonov €).<sup>8</sup> To ni niti tretjina zneska posojil, ki jih je država v tujini za likvidnostne namene dobila samo v aprilski 2013 kampanji. Pri tem je tekoča dinamična vrednost družbe (izračunana grobo kot 20 x letni profit) v 13 od 15 primerov nižja od knjigovodskega kapitala. Zaključek: z odtujitvijo družb si država ne bo mogla kaj veliko pomagati pri likvidnostnih problemih in razdolževanju. Pri tem so v resnici vsi slovenski strateški dokumenti vztrajali, da se kupnine od odtujitev ne smejo uporabljati za reševanje tekočih problemov fiskusa, temveč za investicije v razvoj.

38

Tretje del tabel kaže, da med družbami v postopku odtujitve tri od petih izpolnjujejo pogoje primernosti za odtujitev (Aero, Adria Airways in delno Elan), med 10 predlaganimi za začetek postopka pa šest ustreza (Adria Airways tehnika, Gospodarsko razstavišče, Paloma, Terme Olimia, Unior in Žito). Seveda bi v nekaterih primerih bilo potrebno prednostno iskati kupca doma, da bi se s prevzemom povečal slovenski blue chips in s tem postal bolj konkurenčen. Iz strateških razlogov pa nikakor ne bi smeli odtujevati Telekom, Cinkarne, Fotone in Heliosa, delni zadržek velja tudi za NKBM.

Seveda so tukaj predlagani kriteriji primernosti in uteži zanje lahko predmet razprave in prilagoditev med strankami v DZ. Ko so enkrat sprejeti, pa se ne morejo hitro spreminjati. V oči pade dejstvo, da je v treh od 15 družb (HELIOS, Cinkarna, Terme Olimia) odtujitev posledica problemov družbe ZVON. Ker je ta v stečaju, delnice družb pa prevzete od bank, katerim so bile zastavljene za posojila ZVON-u, je rešitev namesto prepoceni odtujitve lahko tudi kreditna podpora družbam s strani bank-njihovih novih delničarjev, če ocenijo primernost vodstva družb in njihovih programov.

### Po posameznih družbah je ocena naslednja:

- 1/Adria Airways naj se proda (strateški partner), saj je finančno na dnu, razlogi prodaje so.
- 2/Aero se lahko proda, razlogov je kar nekaj, finančno stanje je slabo.
- 3/Elan naj se ne proda (strateška znamka), potrebno je novo vodstvo z novim programom.
- 4/Fotona naj se ne proda (strateško tehnologija), je dovolj ekonomsko učinkovita;
- 5/Helios naj se ne proda, nove lastnice banke (od ZVON-a) naj dokreditirajo,
- 6/Aerodrom Ljubljana naj se iz strateških razlogov ne proda, a novo vodstvo odpravi izgube.
- 7/Adria Airways tehnika naj se proda, ker dela z izgubo in ni strateška,
- 8/NKBM je blizu meje za prodajo, strateško je ključna, a s slabimi rezultati
- 9/Telekom naj se nikakor ne proda, zaradi velikega strateškega pomena in visokih dobičkov.

<sup>8</sup> Dinamična vrednost teh družb, izražena preko tekočih tržnih cen njihovih delnic na borzi, je v sedanjih kriznih časih še bistveno nižja od knjigovodske. Ključno je, da se družbe ne ocenjuje po sedanji tržni, ampak po »pošteni vrednosti« na osnovi dobičkov iz normalnih nekriznih časov njihovega poslovanja. Uporaba tržnih cen kot osnove »dinamičnih rezervacij bank« (izum španskih bankirjev), ne rešuje podjetij in bank pred krizo, temveč jo izrazito prociklično pogloblja. In širše, že zamenjava napačnega tržnega s »poštenim« vrednotenjem delnic v aktivi bank bi v veliki meri odpravila današnje probleme našega bančništva, saj bi s prevrednotenjem aktive pridobile dodatni kapital.

- 10/Cinkarna se bolj ne proda kot proda, saj ima dobre rezultate, morda domači kupec
- 11/Gospodarsko razstavišče se lahko proda, ker potrebuje trg in partnerja.
- 12/ Paloma se proda, ker dela izgubo, ni strateško pomembna, naj bo skrb kupca za zaposlene.
- 13/ Terme Olimia se lahko prodajo (izgube), vendar prej doma kot v tujino.
- 14/ Unior se lahko proda, bolje doma s prevzemom, ker ima velike izgube.
- 15/ Žito je na meji prodaje, ima pozitivne poslovne rezultate, potreben je domačim kmetom.

## DODATEK: OCENE KONKRETNIH PREDLOGOV PRODAJE DRUŽB

Kapitalske naložbe države, že v postopku prodaje

Naložba	Adria A	AERO	ELAN	FOTONA	HELIOS	Vsota
<b>I. VZROKI</b>						
1. Lastniška konsolidacija		+			+ Zvon	2
2. Kapital,	+		+	+		3
3. Strateški partner	+	+				2
4. Delo		+			+	2
5. Pritisk EU	+		+			2
6. Upravljanje	+		+			2
7. Transparentnost						0
8. Tehnologija		+				1
9. Patentna tožba				+		1
10. Naravni viri						0
11. Razvoj družbe		+	+	+	+	4
12. Trgi	+		+	+	+	4
13. Cena						0
14. Državni profit					+	1
<b>SKUPAJ</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>24</b>
<b>II. IZKAZI</b>						
1. Državni kapital, mio €	16	80.7	30.2	11.3	24.3	162.5
2. % države v celotnem K	71.95	32.6	66.37	70.48	17.85	
3. Leverage: % lastnega K	15.6	24.4	37	84	54	
Dolg v mio €	12.5	20.2	67	3	168	
4. profit, mio €	-10.8	-1.8	-6.86	+0.711	+4.4	-14.3
5. ROE profit/kapital, v %	-86.5	-28.1	-17.1	+4.3	2.2	
6. Prodaja/kapital, krat	11.7 x	3.4 x	1.94 x	1.12 x	1.68 x	
7. Dinamična vrednost	-216	-36	-137	14.2	88	
Knjig. kapital, mio €	12.5	6.4	40	16.3	200	
<b>Svetovalec</b>	<b>+</b>		<b>+</b>		<b>+</b>	
<b>III. OBLIKA</b>						
Javna ponudba	+	+	+	+		
Javna dražba						
Javni zbir ponudb		+		+		
Ponudba delnic						
<b>IV. POMEN DRUŽBE</b>						
Strateški (50%)	.375	500	.250	.250	.300	
Ima know how (10%)	.075	0	0	0	0	
Dobiček,zadolžitev (20%)	.175	.150	.150	.050	.060	
Ekologija in sociala (20%)	.175	.150	.100	.150	.130	
<b>VSOTA (proda se nad 0.5)</b>	<b>.798</b>	<b>.800</b>	<b>.500</b>	<b>.450</b>	<b>.490</b>	



## Kapitalske naložbe države, kjer se prodaja še ni začela [1]

Naložba	Aerodrom	AdriA tehnika	NKBM	Telekom	Cinkarna	Vsota
<b>I. VZROKI</b>						
1. Lastniška konsolidac.			+	+	+ Zvon	3
2. Kapital	+		+			2
3. Strateški partner	+		+	+		3
4. Delo						0
5. Pritisk EU		+	+			2
6. Upravljanje	+			+		2
7. Transparentnost			+			1
8. Tehnologija				+		1
9. Patentna tožba						0
10. Naravni viri						0
11. Razvoj družbe	+			+	+	3
12. Trgi	+	+				2
13. Cena					+	1
14. Državni razlog			+	+		2
<b>SKUPAJ</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>22</b>
<b>II. IZKAZI</b>						
Državni kapital(mio €)	80.7	2.7	68.7	602.0	41.9	794
% države v celoti	64.85	52.3	81.71	72.38	31.41	
Leverage % lastni K Dolg, mio €	-	24 12.8	4.4 4100	52.4 740	67.8 63	
Profit, mio €	5.2	-1.1	-203	43.7	18.3	
Profit/kapital, ROE,%	4.2	-27.0	-105.6	5.4	13.7	
Prodaja/kapital, krat	0.25 x	4.0 x	-	0.97 x	1.3 x	
Dinamična vrednost - knjigovod. kapital, mio €	104 125	-22.1 4.06	-1600 193	874 814	366 133.3	
Svetovalec	-	+	+	-	-	
<b>III. OBLIKA</b>						
Javna ponudba	-	+		-	-	
Javna dražba						
Javni zbir ponudb						
Ponudba delnic						
<b>IV. POMEN DRUŽBE</b>						
Strateški (50%)	.050	.400	.125	0	.375	
Ima know how (10%)	.100	.040	.060	.050	.010	
Dobiček,zadolžitev (20%)	.060	.120	.160	.020	0	
Ekologija,sociala (20%)	.180	.180	.120	.100	.060	
<b>VSOTA (proda nad 0.5)</b>	<b>.300</b>	<b>.740</b>	<b>.465</b>	<b>.170</b>	<b>.435</b>	

B. Kapitalne naložbe države, kjer se prodaja še ni začela (2)

42

Naložba	Gospodar: razstavišče	Paloma	Terme Olimia	Unior	Žito	Vsota
<b>I. VZROKI</b>						
1. Lastniška konsolidacija	+		+ Zvon			2
2. Kapital		+		+		2
3. Strateški partner	+		+			2
4. Delo						0
5. Pritisk EU						0
6. Upravljanje	+					1
7. Transparentnost						0
8. Tehnologija		+				1
9. Patentna tožba						0
10. Naravni viri						0
11. Razvoj družbe	+	+	+	+		4
12. Trgi	+	+				2
13. Cena	+		+	+		3
14. Državni profit	+	+	+		+	4
<b>SKUPAJ</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>21</b>
<b>II. IZKAZI</b>						
1. Državni kapital, mio €	6.6	5.4	2.7	48.2	19.5	83
2. % države v celotnem K	29.5	71.0	49.7	44.92	27.24	
3. Leverage: % lastnega K Dolg v mio €	–	–	–	35 210	57 50	
4. Profit, mio €	0.032	-1.2	0.144	-15.1	.389	
5. Profit/kapital, ROE, %	0.1	-15.8	2.7	-14.0	0.5	
6. Prodaja/kapital, x	0.25 x	11 x	0.24 x	1.5 x	1.6 x	
Dinamična vrednost - Knjigovod. Kapital, mio €	0.64 22.4	-24 76	2.9 5.4	-302 386	7.8 69	
Svetovalec	–	+	–	+	–	
<b>III. OBLIKA</b>						
Javna ponudba	–	–		–	–	
Javna dražba						
Javni zbir ponudb			+			
Ponudba delnic						
<b>IV. POMEN DRUŽBE</b>						
Strateški (50%)	.500	.450	.410	.400	.250	
Ima know-how (10%)	.90	.060	.050	.040	.070	
Dobiček,dolg (20%)	.180	.180	.140	.200	.160	
Ekologija,sociala (20%)	.160	.120	.120	.040	.100	
<b>VSOTA (pod 0.5 ne odtuji)</b>	<b>.930</b>	<b>.810</b>	<b>.760</b>	<b>.680</b>	<b>.580</b>	