

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

BORIS NOVAK

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

**VPLIV METODE PRIVATIZACIJE NA VREDNOST
PODJETJA: PRIMER PODJETJA TELEKOM
SLOVENIJE D.D.**

Ljubljana, april 2002

BORIS NOVAK

Boris Novak
Čevljarska 49, 4226 - Žiri

V skladu s 16. členom Pravil o magistrskih in specialističnih delih izjavljam, da sem avtor priloženega magistrskega dela z naslovom:

VPLIV METODE PRIVATIZACIJE NA VREDNOST PODJETJA: PRIMER PODJETJA TELEKOM SLOVENIJE D.D..

V Ljubljani, 25.4.2002

Boris Novak

KAZALO

1	Uvod.....	1
1.1	<i>Problematika.....</i>	<i>1</i>
1.2	<i>Cilj in hipoteza.....</i>	<i>2</i>
1.3	<i>Kratka vsebina dela.....</i>	<i>2</i>
2	Trendi v panogi telekomunikacij.....	3
2.1	<i>Tehnološki napredek</i>	<i>4</i>
2.2	<i>Liberalizacija trga.....</i>	<i>5</i>
2.2.1	<i>Liberalizacija telekomunikacij v svetu</i>	<i>5</i>
2.2.2	<i>Liberalizacija telekomunikacij v Sloveniji</i>	<i>6</i>
3	Razlogi za privatizacijo telekomunikacij	7
3.1	<i>Prednosti in slabosti javnih podjetij v primerjavi z zasebnimi.....</i>	<i>7</i>
3.1.1	<i>Dejavniki neučinkovitosti javnih podjetij.....</i>	<i>8</i>
3.1.2	<i>Neučinkovitost javnih podjetij z vidika teorije principal - agent</i>	<i>9</i>
3.1.3	<i>Vpliv konkurence in regulacije na učinkovitost.....</i>	<i>10</i>
3.2	<i>Cilji privatizacije javnih podjetij</i>	<i>11</i>
3.2.1	<i>Privatizacija kot sredstvo za doseganje političnih in ekonomskih ciljev</i>	<i>11</i>
3.2.2	<i>Konfliktnost ciljev privatizacije</i>	<i>14</i>
3.3	<i>Merjenje vpliva privatizacije na poslovanje.....</i>	<i>15</i>
3.4	<i>Vpliv privatizacije na rezultate telekomunikacijskih podjetij v tujini</i>	<i>16</i>
3.4.1	<i>Primerjava učinkovitosti telekomunikacij v različnih državah.....</i>	<i>16</i>
3.4.2	<i>Poslovni rezultati podjetij pred in po privatizaciji</i>	<i>18</i>
3.5	<i>Gibanje tečajev delnic telekomunikacijskih operaterjev po privatizaciji</i>	<i>20</i>
3.5.1	<i>Dolgoročni donosi za investitorje pri privatizaciji z javno prodajo</i>	<i>20</i>
3.5.2	<i>Donosnost delnic telekomunikacijskih operaterjev.....</i>	<i>21</i>
3.6	<i>Telekomunikacije v Srednji in Vzhodni Evropi.....</i>	<i>25</i>
4	Modeli privatizacije	32
4.1	<i>Program privatizacije.....</i>	<i>33</i>
4.2	<i>Metode privatizacije.....</i>	<i>34</i>
4.2.1	<i>Javna prodaja delnic na organiziranem trgu</i>	<i>35</i>
4.2.2	<i>Prodaja delnic na mednarodnem trgu kapitala</i>	<i>37</i>
4.2.3	<i>Prodaja večjih deležev tretjim osebam (trade sale)</i>	<i>38</i>
4.3	<i>Izbira modela privatizacije</i>	<i>40</i>
4.3.1	<i>Tržni dejavniki</i>	<i>41</i>
4.3.2	<i>Politično in institucionalno okolje.....</i>	<i>42</i>
4.3.3	<i>Značilnosti podjetja</i>	<i>42</i>
4.4	<i>Načini regulacije privatiziranih podjetij.....</i>	<i>43</i>
4.5	<i>Privatizacija in konkurenca.....</i>	<i>43</i>

4.6	<i>Privatizacija in liberalizacija telekomunikacij v Sloveniji</i>	45
4.6.1	Privatizacija javnih podjetij v Sloveniji	45
4.6.2	Prva faza privatizacije javnih podjetij	46
4.6.3	Lastninsko preoblikovanje Telekoma Slovenije	47
4.6.4	Trgovanje z delnico Telekoma Slovenije	48
4.6.5	Druga faza privatizacije Telekoma Slovenije	49
4.7	<i>Alternativni modeli privatizacije Telekoma Slovenije</i>	50
4.7.1	Model 1: postopno zvišanje deleža strateškega partnerja	51
4.7.2	Model 2: prodaja večinskega deleža strateškemu partnerju	53
4.7.3	Model 3: privatizacija po delih	54
5	Napoved poslovanja	56
5.1	<i>Telekom Slovenije d.d.</i>	56
5.1.1	Izhodišča.....	56
5.1.2	Telekom Slovenije - predpostavke izkaza uspeha	63
5.1.3	Telekom Slovenije - predpostavke bilance stanja.....	64
5.2	<i>Mobitel d.d.</i>	65
5.2.1	Izhodišča.....	65
5.2.2	Mobitel - predpostavke izkaza uspeha	70
5.2.3	Mobitel - predpostavke bilance stanja.....	70
5.3	<i>SiOL d.o.o.</i>	71
5.3.1	Izhodišča.....	71
5.3.2	SiOL - predpostavke izkaza uspeha	73
5.3.3	SiOL - predpostavke bilance stanja	73
6	Vrednotenje podjetja Telekom Slovenije d.d.	73
6.1	<i>Dejavniki prodajne cene pri privatizaciji</i>	74
6.1.1	Značilnosti podjetja in panoge.....	74
6.1.2	Vpliv vrste in izvedbe avkcije na prodajno ceno	75
6.1.3	Prestrukturiranje podjetja pred prodajo	76
6.1.4	Začetni diskont pri prodaji državnih podjetij	77
6.1.5	Vpliv likvidnosti naložbe in lastniškega deleža na vrednost.....	78
6.2	<i>Metode vrednotenja</i>	79
6.2.1	Primerjalno vrednotenje	80
6.2.2	Metoda diskontiranja denarnih tokov.....	81
6.3	<i>Primerjalno vrednotenje Telekoma Slovenije</i>	83
6.3.1	Primerjalno vrednotenje Telekoma za portfeljskega investitorja	83
6.3.2	Primerjalno vrednotenje Telekoma za strateškega investitorja	85
6.4	<i>Vrednotenje Telekoma Slovenije na podlagi diskontiranih denarnih tokov</i>	87
6.5	<i>Primerjava rezultatov vrednotenja</i>	88
7	Primerjava modelov privatizacije Telekoma glede na izkupiček pri prodaji	89
7.1	<i>Vrednost nakupne opcije za strateškega investitorja</i>	89
7.2	<i>Izračun sedanje vrednosti denarnih tokov za prodajalca podjetja</i>	92
7.2.1	Model s postopnim vstopom strateškega partnerja	92
7.2.2	Model s prodajo večinskega deleža strateškemu partnerju v prvi fazi.....	93
7.2.3	Privatizacija Telekoma po delih	94

7.2.4	Primerjava modelov glede na sedanjo vrednost denarnega toka	94
8	Zaključek.....	95
9	Literatura	97
10	Viri.....	99

1 Uvod

1.1 Problematika

Telekom Slovenije je celo pri današnji, glede na pretekle vrednosti krepko znižani ceni delnice, podjetje z največjo tržno kapitalizacijo v Sloveniji. Republika Slovenija je neposredno lastnik 66,5 odstotka delnic Telekoma, posredno, z vključitvijo Kapitalske in Odškodninske družbe, pa je njen delež skoraj tričetrtinski. Konec februarja leta 2000 je Državni zbor Republike Slovenije sprejel Nacionalni program razvoja telekomunikacij (NPRTel), ki predvideva liberalizacijo trga in umik državnega kapitala iz telekomunikacij. Glede na to, da se je monopol Telekoma na področju javne telefonije iztekel z začetkom leta 2001, je naslednji logični korak postopno zmanjšanje lastniškega deleža države. Na privatizacijo Telekoma lahko gledamo z dveh vidikov: z vidika vpliva na razvoj telekomunikacij kot pomembne gospodarske panoge s posledicami za razvoj celotnega gospodarstva ter z vidika posledic te transakcije za državni proračun.

Privatizacija naj bi bila izvedena postopno v več fazah, vključila pa naj bi tudi strateške povezave. NPRTel se zavzema za nadzorovan pritek tujega kapitala v panogo, zato lahko v prvi fazi pričakujemo znižanje državnega deleža do 51 odstotkov. Dodatni dejavnik, ki govori v prid umika države kot lastnika glavnega operaterja, so visoka vlaganja v telekomunikacije. Panoga se v liberaliziranih in privatiziranih pogojih lahko financira sama in ob primerni zakonski ureditvi vsem državljanom zagotovi osnovne telekomunikacijske storitve pod enakimi pogoji. Telekomunikacije so namreč pogoj za uspešno gospodarsko rast. Za vlaganja v tej dejavnosti pa so značilni multiplikacijski učinki, ki vplivajo tudi na rast drugih gospodarskih vej.

Vpliv privatizacije javnih podjetij na državni proračun je dvojen. Na eni strani se pojavi prihodek ob prodaji državnega deleža zainteresiranim investitorjem, na drugi strani pa proračun izgubi inkrementalni denarni tok, ki ga preko udeležb v dobičku črpa iz podjetja. Telekom Slovenije je državi samo v letu 2001 plačal za 1,4 milijarde tolarjev dividend. Vpliv privatizacije podjetja na državni proračun bo pozitiven zgolj v primeru, ko bo prejeta kupnina višja od sedanje vrednosti inkrementalnega denarnega toka.

Med najpomembnejšimi razlogi za privatizacijo je dvig učinkovitosti. V osnovi obstajata dva poglobljena vira neučinkovitosti podjetij v javnem sektorju. Prvi vir predstavlja nasprotje interesov med politiki in vodstvom podjetja kot oblikovalci njegove strategije na eni strani ter javnostjo kot uporabnikom storitev na drugi strani. Drugi vir neučinkovitosti pa predstavlja pritisk interesnih skupin, kot so sindikati, na poslovne odločitve, kar povzroča prekomerne investicije in visoke plače. Državno podjetje, ki je praktično imuno na grožnjo prevzema ali likvidacije tako ni zainteresirano za dvigovanje učinkovitosti. Empirični rezultati v večini primerov potrjujejo domnevo, da zasebna podjetja po produktivnosti in donosnosti prekašajo njihove vrstnike v javnem sektorju. Eden od ciljev privatizacije je tudi razširitev kroga lastnikov bivših državnih podjetij na širšo javnost. Kljub vsemu pa velik del malih vlagateljev kmalu po privatizaciji proda pridobljene delnice in tako unovči kapitalske dobičke.

Medtem ko je bilo za privatizacijo podjetij v razvitih gospodarstvih značilno, da so bile bilance stanja podjetij pred prodajo izboljšane celo z odpisi dolgov (primer: British Telecom), pa je v primeru Telekom Slovenije ravno nasprotno. Mobitel kot hčerinsko podjetje Telekoma sodeluje na razpisu za podelitev licence za opravljanje storitev mobilne telefonije tretje generacije. Ob veliki negotovosti bodočih denarnih tokov, ki naj bi jih Mobitelu in Telekomu prinesla ta naložba, se pojavlja vprašanje, kakšen bo njen vpliv na vrednost podjetja in iztržek obstoječih delničarjev pri privatizaciji.

1.2 Cilj in hipoteza

Pogodbeni partner PriceWaterhouseCoopers je po naročilu vlade Republike Slovenije pripravil tri različne modele privatizacije Telekoma. Cilj magistrske naloge je oceniti vrednost podjetja Telekom Slovenije pri različnih modelih (scenarijih) privatizacije.

Postavljena je hipoteza, da ima model privatizacije bistven vpliv na vrednost podjetja. Le-ta je ocenjena z vidika države kot največjega delničarja Telekoma. V nalogi skušam določiti model privatizacije, ki maksimizira sedanjo vrednost denarnih tokov (kupnina, dividende), ki pripadajo državi kot prodajalcu podjetja.

1.3 Kratka vsebina dela

Magistrsko delo temelji na teoretičnih spoznanjih, ki so oprta na primere iz prakse. Upoštevajoč problematiko, namen in cilje dela so uporabljeni naslednji metodološki prijemi:

- zbiranje literature in informacij s področja telekomunikacij, privatizacije javnih podjetij in vrednotenja podjetij;
- pregled poteka privatizacije telekomunikacij v tujini, zlasti v srednjeevropskih državah.
- razvoj alternativnih modelov privatizacije;
- ovrednotenje modelov z vidika maksimizacije premoženja obstoječih delničarjev;
- predlog za najprimernejši model privatizacije Telekoma Slovenije na osnovi vrednotenja alternativnih modelov.

V prvem delu magistrske naloge so predstavljeni nekateri trendi, ki oblikujejo razmere v panogi telekomunikacij. V drugem delu navajam razloge, ki govorijo za in proti privatizaciji nacionalnega telekomunikacijskega operaterja. Pri tem se naslanjam na izkušnje s privatizacijo telekomunikacijskih podjetij v tujini. Izvedena je primerjava finančnih kazalnikov operaterjev z različnim lastniškim deležem države.

V tretjem delu naloge so predstavljeni alternativni modeli privatizacije Telekoma. Pri oblikovanju alternativnih modelov privatizacije sem se naslonil na modelsko simulacijo procesa strukturiranja lastništva Telekoma (Bole, 2000) ter na javno dostopne informacije o modelih privatizacije, ki jih je za Telekom predlagalo svetovalno podjetje PriceWaterhouseCoopers. Ključna predpostavka vseh modelov privatizacije je, da bo država na daljši rok znižala svoj lastniški delež pod 50 odstotkov in delnico. Vsi modeli privatizacije imajo tri osnovne elemente:

vstop strateškega partnerja, prodajo na kapitalskem trgu v tujini ter javno prodajo na domačem trgu. Privatizacija naj bi potekala v več fazah, kar potrjujejo tudi izkušnje s prodajo javnih podjetij v tujini.

Osnovna funkcija računovodskih izkazov podjetja je zapis in predstavitev finančnega stanja podjetja, ki temelji na preteklih poslovnih dogodkih. Z vidika vrednotenja podjetja pa je mnogo bolj pomembno prihodnje poslovanje, na katerega vplivata okolje podjetja in strateške odločitve. Privatizacija pomeni spremembo lastništva, ki se bistveno razlikuje od običajne prodaje podjetja. Razlika se pojavi že pri sami prodaji, saj agenti države niso neposredni lastniki podjetja, ki ga prodajajo, in so zato manj motivirani za doseganje najvišje cene. Poleg tega se motivi starega lastnika (države) povsem razlikujejo od motivov novega lastnika (profitni motiv), kar ima bistvene posledice za prihodnje poslovanje in strategijo podjetja. Posledica teh sprememb je, da so na preteklih stroških temelječi računovodski podatki še toliko manj relevantni za oceno vrednosti.

Za ovrednotenje modelov privatizacije so bile uporabljene tri skupine metod: vrednotenje na podlagi primerjave s privatizacijami tujih operaterjev, diskontiranje pričakovanih prostih denarnih tokov in vrednotenje realnih opcij. Osnovno finančno orodje za vrednotenje je model diskontiranega denarnega toka. Omejitev tega modela je, da ne upošteva realnih opcij, ki so vsebovane v projektu. Značilnost današnjega poslovnega okolja je negotovost in spremenljivost. To še posebej velja za trge, ki se soočajo s hitrim tehnološkim napredkom in deregulacijo. Primerno analitično orodje za vrednotenje poslovnih odločitev ter projektov v takem okolju je vrednotenje realnih opcij. Ta metoda ne nasprotuje modelu diskontiranega denarnega toka, temveč mu je komplementarna.

V zaključku je podan predlog modela privatizacije, ki je glede na izkupiček pri prodaji optimalen. Kljub temu, da je odločitveni kriterij v tem delu vrednost podjetja, pa je pri dejanskem modelu potrebno upoštevati še druge dejavnike.

2 Trendi v panogi telekomunikacij

V začetku osemdesetih so v panogi telekomunikacij prevladovali tradicionalni operaterji fiksnih omrežij. Ponavadi so bila to monopolna javna podjetja, ki so kupovala opremo od majhnega števila dobaviteljev, s katerimi so imela tesne poslovne stike. V osemdesetih in devetdesetih letih pa sta se v panogi zgodili dve poglobilni spremembi (Telecommunications: growth and risks, 2000):

- razmah novih tehnologij, kot sta brezžična telefonija in internet;
- postopna deregulacija fiksne telefonije, odprava monopolov in privatizacija nacionalnih operaterjev.

2.1 Tehnološki napredek

V tehnično-tehnološkem in organizacijskem smislu doživljajo telekomunikacije izjemen razvoj. Napredek na področju telekomunikacij in informacijske tehnologije ob stalnem večanju zmogljivosti, kakovosti in kompleksnosti storitev označujejo naslednji trendi (NPRTel, 2000):

- zlivanje (integracija) različnih telekomunikacijskih storitev, kot so besedilo, zvok in slika, znotraj enega telekomunikacijskega omrežja;
- zблиževanje (konvergenca) telekomunikacijskih in informacijskih tehnik in tehnologij ter tehnologije medijev;
- mobilnost in dostopnost storitev uporabnikom vedno in povsod, ne glede na trenutni geografski položaj in čas;
- globalizacija omrežij in storitev.

Tradicionalno telefonsko omrežje je bilo zgrajeno za prenos govora in kljub temu, da je bil določen napredek dosežen z digitalizacijo omrežij in integracijo storitev z digitalnimi omrežji (ISDN), se danes sooča z zahtevami, ki daleč presegajo njegove zmožnosti. Evropska skupnost je sprejela standard EURO-ISDN kot izhodiščno infrastrukturo za razvoj v smeri informacijske družbe. Nove multimedijske storitve (npr. videokomunikacije) pa zahtevajo bistveno večjo frekvenčno pasovno širino, kot jo omogoča ISDN. Potrebna je nova širokopasovna infrastruktura, ki bo omogočala kombiniranje vseh medijev. Današnja vodilna tehnologija za učinkovito implementacijo tovrstne infrastrukture je asinhronski način prenosa (ATM) v kombinaciji z internet protokolom.

Za prihodnje obdobje bosta značilni raznolikost storitev, ponujenih prek različnih omrežij in operaterjev ter konkurenca med njimi. Obstoječa telekomunikacijska omrežja za različne telekomunikacijske storitve so se v preteklosti razvijala ločeno ali le rahlo povezano. Zanje je značilna specializiranost, neprilagodljivost za hitro uvajanje novih storitev in hitre odzive na tržne razmere, težka povezljivost in upravljanje ter sorazmerno visoki stroški. Prihodnja informacijska infrastruktura pa za razliko od pretekle pomeni prekrivanje med klasičnim telefonskim in podatkovnim svetom ter svetom radia in televizije tako pri uporabi, tehniki in tehnologiji kot pri trženju. Ta evolucija pomeni približevanje oziroma združevanje (konvergenca) omrežij in zlivanje (integracija) storitev. Ob tem ne gre za postavljanje povsem novih omrežij, temveč za povezovanje obstoječih telefonskih, radijskih in podatkovnih omrežij, njihovo optimizirano uporabo in uvajanje novih tehnologij. Tehnike enosmernega prenosa, kot sta radiodifuzija in kabelska televizija, prehajajo v tehnike dvosmernega prenosa z interaktivnim komuniciranjem.

V prihodnosti bo nastalo več vzporednih povezanih omrežij, ki bodo omogočala komuniciranje med njihovimi naročniki. Največja raznolikost omrežij in njihovih operaterjev bo na mednarodnih zvezah, manj pa na domačih medkrajevnih in krajevnih ravneh. Na krajevni ravni dostopa bodo prevladovala naslednja tri omrežja (NPRTel, 2000):

- fiksno telefonsko omrežje;
- mobilno omrežje;

- omrežje kableske televizije.

Vsako od teh omrežij, ki je bilo v preteklosti specializirano le za določeno vrsto storitev, bo v prihodnosti razvijalo sposobnost opravljanja različnih vrst storitev in s tem prevzemanja prometa konkurenčnim omrežjem. Storitve bodo tako v manjši meri odvisne od infrastrukture kot danes. Če je bil gonilo razvoja telekomunikacij v preteklem obdobju tehnološki razvoj, pa bodo v prihodnosti gonilo različne aplikacije poznanih rešitev in storitve.

2.2 Liberalizacija trga

2.2.1 Liberalizacija telekomunikacij v svetu

Obenem s tehnološkimi inovacijami je v osemdesetih in devetdesetih letih potekala tudi liberalizacija telekomunikacijskih trgov (Telecommunications: growth and risks, 2000). Proces liberalizacije se je v ZDA začel z razbitjem podjetja ATT leta 1984, v Evropi pa se je dokončno uveljavil leta 1998, ko je stopila v veljavo direktiva, ki vsem članicam nalaga liberalizacijo telekomunikacij. Posledica je bil pojav novih telekomunikacijskih operaterjev, financiranih z zasebnim kapitalom. Njihovi delničarji so bili operaterji radijskih in televizijskih omrežij, medijski konglomerati, distributerji vode in plina, cestna podjetja in železnice, banke in pokojninski skladi, start-up podjetja, itd.

Tradicionalni telekomunikacijski operaterji so se na nove konkurente odzvali na vrsto načinov. Ustanovili so hčerinska podjetja na področju mobilne telefonije in omogočanja dostopa do interneta ter se s kapitalskimi povezavami razširili na nove trge (zahodnoevropski in skandinavski telekomi zlasti v Srednjo in Vzhodno Evropo). Nadalje so znižali cene klicev na dolge razdalje, se prestrukturirali in začeli iskati zasebne vire financiranja. Te aktivnosti so se v glavnem obrestovale, saj so tradicionalni operaterji praviloma obdržali prevladujoč položaj v fiksni telefoniji ter razen v Velik Britaniji, Nemčiji in Grčiji osvojili največji tržni delež tudi v mobilni telefoniji. Mobilna telefonija je najbolj dinamičen segment znotraj telekomunikacijske panoge, njeni prihodki pa v Zahodni Evropi že presegajo prihodke fiksne telefonije. Značilnost mobilne telefonije so tudi relativno nižje začetne investicije v izgradnjo omrežja kot pri fiksni telefoniji.

Korenito se je spremenila tudi panoga proizvajalcev telekomunikacijske opreme. Nabor njihovih (medsebojno konkurenčnih) kupcev se je povečal, poleg tega pa so se pojavili tudi novi proizvajalci opreme, ki so se specializirali za nove telekomunikacijske tehnologije. Tradicionalni proizvajalci so na nove izzive najpogosteje reagirali s prevzemi novih podjetij. Posledica je bila diverzifikacija dejavnosti in slabša donosnost njihovih delnic v primerjavi s specializiranimi podjetji.

Kljub intenzivni liberalizaciji pa na telekomunikacijskem trgu v EU ostajajo določene vstopne ovire, med katerimi so najpomembnejše naslednje (Study on Market Entry Issues in EU Telecommunications Markets after 1st January 1998, 2000):

- **nekonsistentna regulacija:** Razlike med regulacijskimi režimi posameznih držav in nekonsistentnost nacionalnih regulacijskih organov pri uveljavljanju zakonov in aktov, ki so podlaga za njihovo delovanje, povečujejo negotovost pri vstopu novih konkurentov in zato predstavljajo vstopno oviro. Pri telekomunikacijskih podjetjih, ki začnejo ustvarjati pozitiven denarni tok šele po daljšem obdobju, je tveganje v zvezi z regulacijo še toliko bolj izrazito;
- **ozka grla pri dostopu do kupcev:** Z ozkimi grli pri dostopu do strank se srečujejo ponudniki storitev, ki jim operaterji fiksne telefonije in še zlasti operaterji mobilne telefonije omejujejo uporabo njihovih omrežij;
- **počasno uvajanje dejavnikov, ki omogočajo konkurenco** (prenosljivost števil, možnost izbire operaterja);
- **obnašanje prevladujočih operaterjev:** Monopolni operaterji namerno zavlačujejo pri uvajanju elementov storitev, ki so potrebni za razvoj konkurence (prenosljivost števil, znižanje cen medmrežnega povezovanja, ...). Novi konkurenti tako izgubljajo dragoceni čas pri uvajanju svojih storitev na trg;
- **omejevanje cen:** Kadar so stroškovno določene regulirane cene telekomunikacijskih storitev prenizke, imajo novi konkurenti manjšo vzpodbudo za vstop na trg (nižji potencialni dobiček).

2.2.2 Liberalizacija telekomunikacij v Sloveniji

Temeljni pravni vir za ureditev telekomunikacij v Sloveniji je sprejeti Zakon o telekomunikacijah (ZTel-1). ZTel-1 je sistemski zakon, ki končuje reformo trga telekomunikacijskih storitev in postavlja pravni okvir za harmonizacijo področja z evropskim pravnim redom.

Zakon uveljavlja liberalizacijo tako glede graditve omrežij kot izvajanja storitev. Javne telekomunikacijske storitve se izvajajo na podlagi obvestila Agenciji za telekomunikacije in radiodifuzijo Republike Slovenije, za izvajanje mobilnih javnih radijskih storitev, fiksne javne telefonske storitve in storitve radiodifuzije pa je treba pridobiti dovoljenje Agencije. Agencijo morajo operaterji obvestiti tudi o začetku, spremembi ali prenehanju graditve in obratovanja javnega telekomunikacijskega omrežja. Nadalje zakon pospešuje konkurenco in prost dostop do omrežij. Na podlagi zakona so določeni kriteriji za določitev operaterjev s pomembno tržno močjo, ki bodo imeli na podlagi tega zakona še dodatne obveznosti. Zakon določa, da morajo biti vsem in pod enakimi pogoji dostopna omrežja za medmrežno povezovanje med operaterji, na njegovi podlagi se zahteva tudi dogovarjanje glede skupne uporabe antenskih objektov, naprav in napeljav ter drugih objektov in napeljav. Še posebej podrobno je opredeljen postopek dostopa do krajevnih zank in pripadajočih naprav (ZTel-1, 2001).

Telekomunikacijske storitve bodo poleg obstoječih in novih telekomunikacijskih operaterjev lahko ponudili tudi lastniki "funkcionalnih omrežij", kot so bila v preteklosti imenovana omrežja nekaterih velikih državnih organizacij, npr. omrežja ELES, Slovenskih železnic, DARS in podobno. Lastniki "funkcionalnih omrežij" imajo zgrajene obsežne prenosne telekomunikacijske

sisteme s precej prostimi kapacitetami in zato predstavljajo potencialne nove konkurente na trgu telekomunikacijskih storitev (NPRTel, 2000).

Zakon ukinja administrativno določanje cen, ki naj bi se oblikovale na podlagi stroškov. Pri tem je določen dodatni nadzor cen pri operaterjih s pomembno tržno močjo, ki ga izvaja Agencija. V prehodnih določbah pa je zapisano, da Vlada RS v obdobju prilagajanja novim zahtevam zakona in ustanavljanja Agencije (do aprila/maja 2002) še regulira cene telekomunikacijskih storitev, za katere je treba pridobiti dovoljenje (ZTel-1, 2001).

3 Razlogi za privatizacijo telekomunikacij

Tehnološke, politične in gospodarske spremembe ter trendi na trgu kapitala postavljajo vlade držav pred nalogo, da tudi v javni sektor uvedejo podjetniški način razmišljanja. Del javnega sektorja so t.i. infrastrukturne dejavnosti, ki se pomembno ločijo od dejavnosti ostalih podjetij v državni lasti, saj morajo zagotavljati osnovne storitve, ki so na voljo vsem po dostopni ceni. Glede na to, da se v bivša javna podjetja sprosti pritok zasebnega kapitala, ki prevzame tveganje in je usmerjen k dobičku, mora država prevzeti vlogo skrbnika za javni interes, kar se navadno kaže preko regulacije. Privatizacija je primerna rešitev v tistih dejavnostih, v katerih je mogoča enostavna ločitev komercialnih ciljev (profitni motiv) in javnega interesa, ker se pri državi kot lastniku javnih podjetij pojavlja konflikt med komercialnim interesom in javnim interesom. Privatizacija omogoča ločitev med komercialnimi cilji, za katere naj skrbi zasebni kapital, in javnim interesom, za katerega naj skrbi regulator oziroma ga zagotavlja konkurenca (Nestor, Mahboobi, 2000).

3.1 Prednosti in slabosti javnih podjetij v primerjavi z zasebnimi

Pojavlja se vprašanje, ali obstaja povezava med tipom lastništvom in rezultati, ki jih dosega podjetje. Odgovor je mogoče iskati v ekonomski teoriji, ki jo v zvezi s tem vprašanjem bolj ali manj potrjujejo tudi empirični rezultati. Zagovorniki privatizacije javnih podjetij navajajo različne argumente (Martin, Parker, 2000). Javna podjetja naj bi bila v primerjavi z zasebnimi neučinkovita ter počasna pri razvoju in uvajanju novih tehnologij. Bremeni jih vmešavanje politike v poslovne odločitve in sorazmerno velik vpliv sindikatov. Nadzor managerjev naj bi bil v javnih podjetjih slabši kot v zasebnih, na drugi strani pa so managerji javnih podjetij slabše nagrajani, njihovo plačilo pa je manj vezano na poslovne rezultate. Javna podjetja v nasprotju z zasebnimi niso izpostavljena grožnji stečaja in likvidacije ali grožnji sovražnega prevzema. Privatizacija naj bi državi omogočila, da se reši bremena podjetij, ki poslujejo z izgubo, da razprši lastništvo podjetij na širšo javnost, zmanjša moč sindikatov ter s prihodki iz naslova prodaje državnega premoženja izboljša stanje proračuna.

Kot pglavitni razlog privatizacije pa se pojavlja dvig učinkovitosti, saj v primeru državnih podjetij strateške poslovne odločitve v veliki meri sprejemajo politiki, ki imajo nekomercialne cilje. Privatizacija naj bi preko maksimiranja donosa na vloženi kapital težila k zvišanju cen storitev, znižanju obsega proizvodnje, povečanju produktivnosti dela in znižanju števila

zaposlenih, bolj komercialni usmerjenosti managerjev ter manjšemu vmešavanju države v oblikovanje strategije.

3.1.1 Dejavniki neučinkovitosti javnih podjetij

V zvezi z vplivom lastništva na rezultate podjetij obstaja več neoklasični teoriji alternativnih pristopov, pri čemer izstopata teorija principala in agenta ter teorija javne izbire. Navedeni teoriji dokazujeta večjo učinkovitost zasebnih podjetij z naslednjimi dejavniki (Nellis, 1994):

- zasebno lastništvo podjetij ustvarja trg za managerje, kar izboljša kakovost njihovega dela;
- trgi kapitala zahtevajo od zasebnih podjetij večjo pazljivost in disciplino kot od javnih podjetij (*soft budget constraint*). Zaradi eksplicitnih in implicitnih državnih garancij si javna podjetja lahko izposojajo finančna sredstva po relativno nižjih obrestnih merah, poleg tega pa uživajo različne oblike državnih subvencij (npr. ugodnejši davčni status);
- pri zasebnih podjetjih je večja verjetnost izstopa iz panoge kot pri državnih, predvsem zaradi možnosti stečaja, likvidacije, sovražnega prevzema in zaprtja podjetja;
- zasebna podjetja so v manjši meri podvržena vmešavanju politikov. Vpliv politike v javnih podjetjih se kaže skozi presežno zaposlenost, podkapitaliziranost, neustrezno lokacijo podjetij, neoptimalno izbiro inputov in druge negativne vplive na učinkovitost;
- zasebna podjetja preko nadzornih svetov nadzirajo delničarji, ki imajo zelo jasne cilje, in ne državni uradniki. Razlike v nadzoru imajo neposreden vpliv na donosnost kapitala.

Vpliv dejavnikov, ki povzročajo sorazmerno neučinkovitost javnih podjetij, je mogoče zmanjšati ali odstraniti tudi brez spremembe lastništva. Če se pojavlja problem kakovosti managerjev, je le-te mogoče najeti zunaj javnega sektorja ali celo na mednarodnem trgu managerjev ter oblikovati ustrezne sheme nagrajevanja. Problem nižjih stroškov financiranja javnih podjetij je mogoče rešiti z odpravo državnih garancij in s tem, da se javnim in zasebnim podjetjem omogoči enake pogoje nastopa na trgih kapitala. Nadalje je tudi v javnem sektorju mogoče likvidirati slaba podjetja in tako uveljaviti večjo finančno disciplino. Nekontrolirano vmešavanje politikov je mogoče odpraviti s pogodbo, v kateri so opredeljene vzajemne obveznosti in odgovornost principala (države) in agentov (managerjev državnega podjetja). Najtežje je zagotoviti zastopanje interesov kapitala v javnem podjetju, vendar se tudi tu pojavljajo bolj ali manj učinkovite rešitve. Primer je ustanovitev krovnih podjetij, od katerih se zahteva, da delujejo, kot bi bili zasebni lastniki odvisni družb, ki so sicer javna podjetja.

Vse zgoraj omenjene teoretične rešitve so bile uporabljene tudi v praksi in so dale dobre rezultate (Nellis, 1994). Korporatizacija (preoblikovanje v običajno delniško družbo) javnih podjetij v Novi Zelandiji je dala pozitivne finančne učinke in izboljšala učinkovitost v desetih od enajstih dejavnosti. Podoben napredek v učinkovitosti (kar se je kazalo v znižanju razmerja med stroški in prodajo) je bil predvsem s pomočjo postavitve jasnih ciljev in novih sistemov nagrajevanja dosežen v Koreji. Najmočnejši praktičen primer dviga učinkovitosti brez privatizacije je Kitajska, kjer t.i. mestna in vaška podjetja zaposlujejo 90 milijonov ljudi in proizvedejo preko 20

odstotkov industrijske proizvodnje v državi. Ta podjetja po vseh finančnih kazalnikih prekašajo tradicionalna državna podjetja.

Ob naštetih možnostih za izboljšanje poslovanja javnih podjetij in ob številnih empiričnih raziskavah, ki niso potrdile povezave med tipom lastništva in rezultati podjetij, se zastavlja vprašanje, ali je lastništvo podjetja sploh pomembno.

Eden od argumentov za privatizacijo javnih podjetij je verjetnostne narave (Nellis, 1994). Zasebna podjetja resda niso vedno boljša od javnih, vendar pa to velja v večini primerov. Hipoteza pravi: če bi izračunali gostoto verjetnostne porazdelitve od podjetij z dobrimi rezultati do podjetij s slabimi rezultati, posebej za zasebna in za javna podjetja, bi prišlo do prekrivanja teh porazdelitev, toda porazdelitev zasebnih podjetij bi ležala desno od porazdelitve javnih podjetij. Povedano drugače: rezultati zasebnih podjetij so v povprečju (ali po mediani) boljši od rezultatov javnih podjetij. Seveda pa gre pri tem predvsem za intuitivno razlago, ki jo je potrebno podkrepiti z empiričnimi rezultati, kar sledi v nadaljevanju te naloge.

3.1.2 Neučinkovitost javnih podjetij z vidika teorije principal - agent

Sorazmerno neučinkovitost javnih podjetij v primerjavi z zasebnimi je mogoče utemeljevati s teorijo principala in agenta. Agencijsko razmerje obstoji, kadar je blaginja ene stranke odvisna od dejanj druge stranke (Prašnikar in Debeljak, 1998). Agent je stranka, ki deluje, principal pa je stranka, ki jo agentova dejanja prizadenejo. Managerji (agenti), ki imajo o podjetju notranje informacije (informacijska asimetrija), utegnejo delovati v nasprotju s ciljem delničarjev (principalov), da maksimirajo vrednost lastniškega kapitala. Pojavlja se vprašanje, kako disciplinirati managerje. Osnovni obliki pogodbenega razmerja, ki zmanjšujeta oportunistično obnašanje managerjev, sta njihova udeležba v lastništvu podjetij ter nagrajevanje glede na rezultate. Lastniki vršijo nadzor nad managerji preko trga kapitala in letne skupščine delničarjev. V primeru slabih rezultatov s prodajanjem delnic povzročijo padec njihove cene in povečajo možnost prevzema podjetja (grožnja prevzema je med najmočnejšimi vzvodi discipliniranja managerjev), ali pa z neposredno ali posredno (*proxy* glasovanje) udeležbo na skupščini delničarjev zamenjajo managerje. Določeno vlogo pri nadzoru opravljata tudi trg managerjev ter trg proizvodov in storitev. Zagovorniki privatizacije trdijo, da so zgoraj naštetih mehanizmi pri javnih podjetjih manj prisotni oziroma sploh ne obstajajo. Poleg grožnje prevzema podjetja to še zlasti velja za grožnjo stečaja in/ali likvidacije, saj se v javnem sektorju izgube lahko skozi vrsto let pokrivajo z denarjem davkoplačevalcev.

Kljub temu, da trg kapitala sicer disciplinira managerje, pa tega ne počne popolno. Negativni učinek grožnje prevzema je usmerjenost h kratkoročnim ciljem in posledično manjše investicije. Številna podjetja tudi po privatizaciji ostanejo odporna proti sovražnemu prevzemu. Država namreč v procesu privatizacije pogosto navzgor omeji delež posameznega lastnika ali zadrži zlato delnico, poleg tega pa imajo managerji zasebnih podjetij sami na voljo številne oblike obrambe pred prevzemom. Nekdanji državni monopolisti po privatizaciji postanejo podjetja z najvišjo tržno kapitalizacijo in so pogosto prevelik zalogaj tudi za prevzemnika, ki za prevzem uporabi velik finančni vzvod.

Eden od razlogov, da je nadzor managerjev v javnih podjetjih manj učinkovit kot v zasebnih, je večja kompleksnost odnosa principal-agent pri javnih podjetjih. Poleg razmerja med lastnikom (državo) in managerji javnih podjetij se pojavi še dodatno razmerje med davkoplačevalci (principali) in državnimi uslužbenci kot njihovimi agenti. Medtem ko zbiranje informacij in lobiranje spada v delo državnih uslužbencev, pa so mejni stroški zbiranja informacij za davkoplačevalce previsoki. Rezultat je informacijska asimetrija, ki povzroča, da je javni sektor sorazmerno rodovitno področje za iskanje rent s strani politikov, državnih uslužbencev in različnih interesnih skupin. Teorija javne izbire predpostavlja, da je državni uslužbenec racionalen posameznik, ki maksimira svojo funkcijo koristnosti, njegovi cilji pa so v nasprotju z interesom javnosti (Martin, Parker, 1997).

Neučinkovitost pa ni le značilnost javnih podjetij in državne birokracije. Najdemo jo tudi v podjetjih z zasebno lastnino. Povezana je predvsem s sistemom nagrajevanja v podjetju, zato je v javnih podjetjih verjetno bolj prisotna.

3.1.3 Vpliv konkurence in regulacije na učinkovitost

Pri empiričnem preverjanju hipoteze, da so podjetja z zasebno lastnino (v nadaljevanju: zasebna podjetja) učinkovitejša od podjetij z državno lastnino (v nadaljevanju: javna podjetja), se pojavlja problem izločitve od lastnine neodvisnih vplivov na učinkovitost podjetja. Glede na to, da je model popolnoma konkurenčnega trga ideal učinkovitega trga, lahko sklepamo, da je stopnja konkurence eden od dejavnikov, ki odločilno vplivajo na učinkovitost podjetij v panogi (Martin, Parker, 1997). Glede na to, da privatizacijo javnih podjetij pogosto spremlja tudi odprava monopola v panogah, kjer poslujejo (to še zlasti velja za telekomunikacije), je povečanje učinkovitosti težko razdeliti na učinek spremembe tipa lastništva in na učinek povečanja stopnje konkurence. Medtem ko velja, da konkurenca povečuje učinkovitost, pa je povezava med privatizacijo samo zase in učinkovitostjo nekoliko manj jasna.

V skladu z neoklasično ekonomsko teorijo lastništvo nima značilnega vpliva na rezultate podjetja in učinkovitost. Učinkovitost je predvsem rezultat strukture trga in vzpodbud. V teoriji je dejstvo, ali je podjetje v javni ali zasebni lasti, nepomembno, vse dokler (Nellis 1994):

- posluje na konkurenčnem trgu brez vstopnih in izstopnih ovir;
- lastnik od managerjev zahteva, da sledijo signalom, ki jih daje trg, in jim pri tem prepušča dovolj avtonomije;
- je management nagrajen in sankcioniran v skladu z doseženimi rezultati.

Empirični rezultati navedeno teorijo potrjujejo, pri čemer se je treba zavedati dveh stvari. Prvič, zgoraj naštetih pogoji so le redko prisotni in drugič, tudi kadar so ti pogoji izpolnjeni, je to le trenutna situacija in ne trajno stanje.

Temeljni razlogi nastanka monopola so izključni nadzor nad porabo proizvodnih dejavnikov, ekonomije obsega, patenti in državne licence. Dva izmed načinov uravnavanja monopola, ki je

posledica ekonomij obsega, sta poddržavljenje podjetja in regulacija monopolista. Glede na to, da je privatizacija poddržavljenju nasproten proces, in da javno podjetje pogosto zadrži monopolni položaj, je potrebno njegovo izkoriščanje urejati z regulacijo. Vloga regulacijskega organa je, da preko reguliranja stopnje donosa ali cen storitev na eni strani povečuje potrošnikov presežek, na drugi pa vzpodbuja monopolista k zniževanju stroškov in povečanju učinkovitosti. Regulacija, ki navadno spremlja privatizacijo, zmanjšuje motivacijo podjetja za povečanje učinkovitosti in znižanje stroškov. To še posebno velja za omejevanje stopnje donosa, v določeni meri pa tudi za regulacijo cen po modelu RPI-X, kadar regulator prepogosto prilagaja vrednost X in prerazporeja prihranek zaradi znižanja stroškov v korist potrošnikov (Martin, Parker, 1997).

3.2 Cilji privatizacije javnih podjetij

Eden od ciljev privatizacije je izboljšati način vladanja v podjetju (Nestor, Mahboobi, 2000). Birokratski nadzor nadomesti nadzor lastnikov, kar vpliva na izboljšanje rezultatov podjetja. Privatizacija, ki ne spremeni načina vladanja, npr. če država zadrži prevelik vpliv v podjetju, ne prinaša želenih učinkov na poslovne rezultate. V večini primerov je posledica privatizacije tudi sprememba strukture virov financiranja v korist lastniškega kapitala. To na eni strani povzroči večji pritisk na podjetje, da povečuje premoženje delničarjev, na drugi pa poveča pripravljenost za prevzemanje investicijskih tveganj. V končni fazi se povečata tudi produktivnost in donosnost.

S privatizacijo se odstranijo omejitve obsega investicij, ki so značilne za javni sektor. Privatna podjetja bolj svobodno zbirajo potrebne vire financiranja na finančnih trgih, brez neposrednega vpliva na državni proračun. Omejitve javnih podjetij pri zagotavljanju finančnih virov za investicije so eden od argumentov, da mora liberalizacijo dejavnosti, v kateri deluje javno podjetje, spremljati tudi privatizacija. V nasprotnem primeru so javna podjetja izpostavljena konkurenci zasebnih, ki se s temi omejitvami ne srečujejo.

Privatizacija vsaj v srednjeročnem obdobju zagotovi sredstva za državni proračun in izboljša nekatere makroekonomske indikatorje, kot je javni dolg. Privatizacija navadno poveča davčne prihodke, saj so podjetja v javnem sektorju navadno izpostavljena manj strogemu davčnemu režimu, nekatera pa celo oproščena davka. Še večji učinek na povečanje davčnih prilivov ima povečana donosnost podjetja po privatizaciji.

Cilj privatizacije je tudi povečanje števila imetnikov delnic in priliva prihrankov preko delniških trgov v gospodarstvo. Pomen privatizacije za razvoj delniških trgov v Evropi je izredno pomemben, saj se je tržna kapitalizacija v nekaterih državah OECD povečala tri do štiri krat.

3.2.1 Privatizacija kot sredstvo za doseganje političnih in ekonomskih ciljev

Velika stopnja podcenjenosti, ki je značilna za delnice državnih podjetij v prvi javni prodaji, kaže na to, da utegnejo vlade pri prodaji teh podjetij zasledovati še druge cilje kot maksimiranje

kupnine (Jones et al., 1999). Diskont pri prvi javni prodaji je v največji meri posledica vladnega prizadevanja, da uspešno izpelje privatizacijski program in tako doseže določene politične in gospodarske cilje.

V večini javnih prodaj državnih podjetij vlada v prvi fazi na trgu proda manjšinski delež podjetja. Pri tem je navadno uporabljena metoda fiksne cene, kar pomeni, da vlada postavi prodajno ceno delnice že več tednov pred prodajo. Metodi zbiranja ponudb (*tender offer*) in *book building* se uporabljata samo pri institucionalnih investitorjih. Javne ponudbe delnic državnih podjetij so v povprečju podcenjene, čeprav stopnja podcenjenosti od primera do primera močno varira. Pri večini (90%) ponudb število vpisanih delnic presega število ponujenih delnic (*oversubscription*). Pri večini ponudb je domačim majhnim investitorjem v nasprotju s tujimi in institucionalnimi investitorji zagotovljen določen del delnic. V večini primerov lahko zaposleni kupijo delnice z določenim diskontom. Države si s statutom privatiziranih podjetij ali z zlato delnico v veliki večini primerov zagotovijo nadaljnjo kontrolo, kar omejuje zlasti tuje investitorje in potencialne sovražne prevzemnike podjetja.

Podcenjenost delnic državnih podjetij ob prvi javni prodaji in posledično zaslužek investitorjev, ki v tej prodaji sodelujejo, sta odvisna od naslednjih dejavnikov (Jones et al., 1999):

- pozitivno odvisna od deleža državnega podjetja, ki se prodaja;
- negativno odvisna od tega, v kolikšni meri je vlada, ki delež prodaja, populistična;
- pozitivno odvisna od stopnje neenakosti dohodkov potencialnih investitorjev.

Ugotovljeno je bilo, da podcenjenost delnic državnih podjetij ob prvi javni prodaji ni obratno sorazmerna z velikostjo podjetja, kar bi pričakovali glede na dejavnike, ki vplivajo na prodajno ceno zasebnih podjetij ob prvi javni prodaji na organiziranem trgu.

Vlada pri privatizaciji državnih podjetij igra dvojno vlogo: vlogo prodajalca in vlogo regulatorja. Vloga regulatorja ji daje možnost, da s svojim delovanjem vpliva na vrednost podjetja po prodaji. Posledica tega je, da se potencialni investitorji soočajo z informacijsko asimetrijo, saj ne vedo, kakšni so vladni nameni (regulacija) po privatizaciji.

Podcenjenost delnic državnih podjetij v prvi javni prodaji je mogoče razlagati s političnimi cilji vlade. Tržno orientirana vlada bo pri prvi javni prodaji postavila nižjo ceno (večja podcenjenost delnic) in s tem investitorjem signalizirala, da se v prihodnosti ne bo vmešavala v poslovanje podjetja. Vlada je motivirana k signaliziranju svoje tržne naravnosti iz več razlogov (Jones et al., 1999):

- ker bo kupnina v primeru, da vlada uživa zaupanje investitorjev, večja (vrednost podjetja, v katerega se vlada ne vmešava, je ustrezno večja);
- ker bodo koristi privatnega lastništva prej prišle do izraza.

Na drugi strani pa bo populistična vlada, ki se ne more upreti političnim pritiskom za nadaljnje vmešavanje v poslovanje podjetja, v javni ponudbi ponujene delnice podcenila v manjši meri. Populistična vlada raje izbere večjo kupnino kot pa investitorjem signalizira obljube, ki jih ne

more držati. Vlade v tem primeru ne motivirajo potencialne koristi zasebnega lastništva, ker ve, da se v prihodnosti ne bo mogla upreti skušnjavi po vmešavanju v poslovanje podjetja, spremembi regulacije ali celo svojega odnosa do zasebne lastnine. Več ji pomeni opcija, da po privatizaciji vpliva na redistribucijo vrednosti podjetja med uporabnike storitev in lastnike.

Tudi populistična vlada je seveda motivirana, da navzven kaže tržno usmerjenost, saj na ta način povečuje kupnino in motivira managerje privatiziranega podjetja, da povečujejo njegovo vrednost. Iz povedanega sledi, da zgolj javna razglasitev ciljev privatizacije ni dovolj kredibilen signal za pridobitev zaupanja investitorjev.

V primeru, da obstaja nizka stopnja tveganja, da se bo vlada vmešavala v podjetje, je za tržno usmerjeno vlado smiselno, da privatizacijo izvede s prodajo manjših deležev. Prodaja manjšinskega deleža v začetni fazi signalizira, da bo večji del redistribucije vrednosti zaradi njenega vmešavanja v poslovanje podjetja utrpela sama kot največji delničar tega podjetja. Na drugi strani pa si populistična vlada želi že na začetku prodati čim večji delež, za kar ima dva razloga (Jones et al., 1999):

- prej ali slej se bo pokazalo njeno oportunistično obnašanje in delnice se bodo v naslednjih fazah privatizacije podjetja prodajale po čedalje nižji ceni;
- zadržanje velikega deleža v podjetju pomeni, da bo večji del redistribucije vrednosti prizadel vlado, kot največjega delničarja.

Prodaja manjšinskega deleža v začetni fazi privatizacije podjetja pa v primeru, ko obstaja visoka stopnja tveganja v zvezi z obnašanjem vlade po privatizaciji, tudi za tržno usmerjeno vlado ni ustrezen signal. Investitorji namreč lahko prodajo majhnega deleža razumejo kot nepripravljenost vlade, da prepusti kontrolo nad podjetjem zasebnemu sektorju. Če torej hoče vlada prepričati investitorje, da se bo odrekla kontroli nad podjetjem, mora že na začetku prodati velik delež podjetja. S tem ko tržno usmerjena vlada proda velik delež podjetja, pa hkrati izgubi možnost signaliziranja, da po prodaji ne namerava posegati v redistribucijo vrednosti (oportunistično obnašanje).

Pravilna strategija tržno usmerjene vlade je, da že na začetku proda velik delež podjetja in s tem pokaže, da prepušča kontrolo nad podjetjem zasebnemu sektorju. Svojo odločenost, da ne bo posegala v prerazdelitev vrednosti podjetja po privatizaciji (npr. s spremembo regulacije) pa vlada signalizira z večjo podcenjenostjo delnic v prvi javni prodaji. Vlada je torej pripravljena v prvi javni prodaji delnic iztržiti manjšo kupnino, ker bodoče ekonomske koristi privatizacije presegajo izgubljen zaslužek. Na drugi strani pa se populistična vlada ni pripravljena odreči delu kupnine (kar se zgodi, če podceni izdajo delnic), saj se zaveda, da privatizacija zaradi njenega vmešavanja ne bo prinesla pričakovanih ekonomskih koristi.

Glede na to, da je merilo podcenjenosti delnic razlika med ceno, ki se oblikuje na sekundarnem trgu (cena, ki jo priznava trg), in ceno po kateri država prodaja delnice v prvi prodaji, postane podcenjenost, delnic, ki jih prodaja kredibilna vlada še večja. Če vladi s podcenjenostjo delnic uspe signalizirati svojo tržno usmerjenost, se namreč na sekundarnem trgu oblikuje višja cena, kot če vladi signaliziranje ne bi uspelo.

Pomemben dejavnik, ki vpliva na prodajno ceno delnic v prvi prodaji, je stopnja neenakosti dohodkov prebivalstva. Tržno usmerjena vlada namreč pri izvajanju privatizacijskega programa, ki traja več let, potrebuje podporo volivcev, kar najlažje doseže tako, da le-te kot delničarje vključi v privatizacijo. V primeru velike neenakosti dohodkov prebivalstva mora vlada za doseg ustreznosti razpršenosti lastništva v večji meri podceniti delnice in s tem omogočiti, da se v privatizacijo vključi čim večje število malih investitorjev (srednji družbeni sloj).

3.2.2 Konfliktnost ciljev privatizacije

Cilji privatizacije so si pogosto nasprotujoči (Nestor, Mahboobi, 2000). Privatizacijo spremlja tudi sprostitev konkurence in posledično znižanje cen in izboljšanje kvalitete infrastrukture in storitev. Prodaja javnih podjetij je tudi dober primer konflikta interesov, kot sta želja po maksimiranju privatizacijskih prihodkov z ohranitvijo monopolnega položaja podjetja in vzpostavitev konkurence. Vzpostavitev konkurenčnega trga namreč zahteva odpravo monopola in strogo regulacijo sektorja, v katerem se pojavlja naravni monopol. Na drugi strani pa prodaja monopolnega podjetja državi omogoči doseganje višje kupnine, saj kupec plača premijo za bodoče monopolne rente. Poleg tega se velikim monopolnim podjetjem zaradi finančne moči in dostopa do mednarodnih trgov kapitala odpira priložnost, da se na račun domačega trga in uporabnikov prelevijo v globalne igralce. Drug primer konflikta interesov je želja po razpršitvi lastništva na širšo javnost, ki je nasprotna interesu po dvigu učinkovitosti podjetja, saj večji strateški lastnik zaradi sorazmerno nižjih transakcijskih stroškov nadziranja managerjev bolj aktivno sodeluje pri upravljanju podjetja kot množica malih delničarjev.

Podobno kot pri prodaji podjetja se konflikt interesov pojavi tudi pri prodaji koncesij. Strategije prodaje (tako samih javnih podjetij kot tudi koncesij za opravljanje določene dejavnosti), ki imajo cilj doseči maksimalno kupnino na račun nižje cene, manjšega obsega in slabše kakovosti storitev, imajo pogosto negativen učinek na prihodnjo rast podjetja, na obseg investicij ter na cene storitev (Wellenius, 1997). Tega se je zavedala mehiška vlada, ki se je po slabi izkušnji pri podelitvi edine licence za fiksno telefonijo lokalnemu monopolistu Telmexu (rezultat je bila relativno počasna rast podjetja in visoka raven njegovih cen) namesto za maksimiranje cene pri podelitvi dveh dodatnih licenc leta 1996 odločila za neomejen vstop novih konkurentov. V Braziliji pričakujejo, da bo konzorcij, ki je leta 1997 za 2,5 milijarde ameriških dolarjev (štirikrat nad izklicno ceno in 60 odstotkov nad drugo najboljšo ponudbo) pridobil edino licenco za mobilno telefonijo na področju Sao Paula, ta izdatek preko visokih cen storitev prenesel na uporabnike. V nasprotju s prejšnjim primerom pa je vlada v Boliviji leta 1996 privatizirala Entel z izdajo novih delnic, kar je v podjetje prineslo 600 milijonov ameriških dolarjev svežega kapitala, ki je bil na voljo za naložbe.

Strategije prodaje, ki se v manjši meri osredotočajo na priliv denarja ob sami transakciji (v trenutku prodaje), v splošnem zagotovijo večje prilive v poznejših letih. Podelitev licence tistemu ponudniku, ki bo zagotovil izgradnjo največjega omrežja in rast števila uporabnikov, in ne tistemu, ki za licenco ponuja najvišjo ceno, bo zagotovila višje prihodke iz naslova davkov v prihodnosti. Tudi začetna prodaja nižjega deleža (ki pa mora zadostovati za pridobitev ustrežne

kontrole v podjetju) v primeru izboljšanja rezultatov zaradi prisotnosti strateškega investitorja, omogoča kasnejšo prodajo preostalega deleža države po višji ceni. Pri privatizaciji Telmexa je mehiška vlada leta 1990 prodala strateškemu investitorju 20 odstotkov delnic za 1,8 milijarde USD. V javni prodaji delnic, ki je sledila v letih 1991 in 1992, pa je za skupno 30-odstotni delež država iztržila 4,5 milijarde USD ali 67 odstotkov več na delnico (Wellenius, 1997).

3.3 Merjenje vpliva privatizacije na poslovanje

Pri proučevanju vpliva privatizacije testiramo hipotezo, da bo sprememba tipa lastništva vodila k izboljšanju učinkovitosti. Večina študij rezultatov privatizacije se ukvarja s statično produkcijsko učinkovitostjo, kar pa dopolnjujejo še s študijami stopnje konkurence pred in po privatizaciji. Produkcijska učinkovitost je dosežena, kadar so stroški za dani obseg proizvodnje najnižji (Martin, Parker, 1997). Ločimo statično produkcijsko učinkovitost, ki pomeni, da se obstoječi proizvodi proizvajajo učinkovito z obstoječim proizvodnim procesom, in dinamično produkcijsko učinkovitost, ki vključuje tudi izboljšavo proizvodov in procesov. Statična produkcijska učinkovitost se deli na cenovno učinkovitost, ki pomeni uporabo optimalne kombinacije proizvodnih dejavnikov glede na njihovo mejno produktivnost in ceno, ter tehnično učinkovitost, ki pomeni, da se z dano kombinacijo produkcijskih faktorjev dosega največja možna proizvodnja. Poleg produkcijske poznamo še alokacijsko učinkovitost, ki se uresniči v razmerah popolne konkurence, ko so cene proizvodov enake mejnim stroškom proizvodnje.

Produkcijsko učinkovitost je mogoče meriti z donosnostjo, s produktivnostjo in s stroški proizvodnje (Martin, Parker, 1997, str. 53). Merilo donosnosti je donos na vloženi kapital ali druga izvedenka tega kazalnika, kot je dobiček na delnico. Omejitev pri meritvi dobička je, da ta pri ločenem upravljanju in lastništvu za managerje ni vedno glavni cilj, temveč prej omejitev pri sprejemanju poslovnih odločitev. Podjetja včasih kratkoročno zasledujejo tudi druge cilje, kot je povečanje tržnega deleža, kar vpliva na povečanje dobička šele v dolgem obdobju. Težava pri merjenju dobička je tudi ta, da računovodski dobiček ni enak ekonomskemu dobičku. Nadalje se pojavljajo razlike v strukturi virov financiranja zasebnih in javnih podjetij, saj se slednja v večji meri financirajo z dolgom. Rešitev je primerjava dobička pred obrestmi, davki in dividendami (EBIT). Pomembna je tudi ustrezna interpretacija razlik v dobičku, saj za te obstajajo različni razlogi: različna pomembnost dobička kot cilja podjetja, razlike v produktivnosti, razlike v cenovni učinkovitosti inputov ter razlike v količini in ceni proizvodov. Tako ima lahko javno podjetje kljub visoki produktivnosti in stroškovni učinkovitosti zaradi zasledovanja drugih ciljev sorazmerno nizek dobiček.

Produktivnost meri količino outputov za dani input (npr. količinska proizvodnja na zaposlenega) in se pogosto izraža kot stopnja rasti (Martin, Parker, 1997, str. 54). Ločimo parcialno faktorsko produktivnost, ki jo meri stopnja rasti produktivnosti dela, ter celotno faktorsko produktivnost (*total factor productivity*), ki jo izračunamo kot razliko v stopnji rasti količine outputa in tehtanim povprečjem stopenj rasti proizvodnih dejavnikov (inputov), pri čemer kot utež nastopa delež proizvodnega dejavnika v celotnih stroških.

Pri analizi stroškov proizvodnje je potrebno oceniti stroškovno funkcijo podjetja, ki je odvisna od produkcijske funkcije. Pomanjkljivost te metode je, da ne upošteva sprememb v kvaliteti proizvodov.

3.4 Vpliv privatizacije na rezultate telekomunikacijskih podjetij v tujini

Ocena vrednosti podjetja je ob predpostavki dolgoročnega obstoja odvisna od njegovih pričakovanih rezultatov v prihodnosti. Poslovno okolje podjetja ima neposreden vpliv na njegove rezultate, zato je poznavanje razvoja telekomunikacij po privatizaciji nadvse pomembno. Pri tem sem se naslonil na izkušnje s privatizacijo telekomunikacij v tujini.

3.4.1 Primerjava učinkovitosti telekomunikacij v različnih državah

Tradicionalen pristop k telekomunikacijam je temeljil na regulaciji (Boylaud, Nicoletti, 2000). Vlada se je vmešavala praktično v vse poslovne aktivnosti: lastništvo, vstop konkurence, postavljanje cen in obseg storitev. V večini držav OECD je telekomunikacijske storitve zagotavljalo državno podjetje, ki je uživalo monopolni status. Ta podjetja so bila izpostavljena strogim državnim omejitvam glede vrste, obsega in cene storitev. Cene storitev so bile postavljene v skladu z družbenimi in makroekonomskimi cilji ter pod vplivom implicitnega ali eksplicitnega omejevanja stopnje donosa.

Regulacija je imela dva glavna vzroka: naravni monopol in eksternalije. Naravni monopol se je pojavljal zaradi fiksnih stroškov izgradnje omrežja za opravljanje telekomunikacijskih storitev in zaradi stroškov v zvezi z uporabo omrežja drugih operaterjev, eksternalije pa so bile povezane z učinki telekomunikacij na javno dobro, kot je zdravstvo, informatika in obramba. Velike ekonomije obsega so opravičevale nastanek državnih monopolov, medtem ko je pojav eksternalij zahteval regulacijo cene, dostopnosti in kakovosti storitev. Predvsem tehnološki napredek v zadnjih dveh desetletjih je omogočil znižanje stroškov in možnost uporabe alternativnih tehnologij (mobilne komunikacije, kabelsko omrežje) za doseg končnih uporabnikov ter s tem omajal naravni monopol. S tem so bili dani tudi pogoji za postopno reformiranje telekomunikacijskega sektorja.

V večini držav članic OECD so bili javni operaterji telekomunikacij delno ali v celoti privatizirani. Vzpostavljena je bila tudi regulacija v zvezi z dostopom do trgov telekomunikacijskih storitev ter opravljanjem in zaračunavanjem teh storitev. Institucionalne in regulacijske reforme je spremljal hiter razvoj tehnologije in spremembe v povpraševanju po telekomunikacijskih storitvah, kar je odstranilo ovire za vstop novih konkurentov. Sredi osemdesetih let so telekomunikacije v državah OECD predstavljale okrog 2,5 odstotka BDP in 1,5 odstotka potrošnje. Kljub znižanju relativnih cen teh storitev je njihov delež v potrošnji ostal do srede devetdesetih let konstanten, medtem ko se je njihov delež v BDP povišal na 3 odstotke. Kot posledica tehnološkega napredka, spremenjene organizacije ter strukture in ravni cen se je torej obseg opravljenih telekomunikacijskih storitev povečal.

Povezavo med lastništvom, regulacijo in strukturo trga ter rezultati telekomunikacijskih podjetij v državah OECD so skušali opredeliti tudi z empiričnimi raziskavami (Boylaud, Nicoletti, 2000). Pri tem so se avtorji omejili na tri trge: domači klici na dolge razdalje, mednarodni klici na dolge razdalje in mobilne telekomunikacije. Na osnovi primerjave 23 držav v devetdesetih letih so podali empirične dokaze, da sprostitve vstopa novih ponudnikov storitev in vzpostavitve konkurence vodi v večjo produktivnost, nižje cene in boljše kakovost telekomunikacijskih storitev. Raziskava je dala naslednje ugotovitve:

- kljub privatizaciji in liberalizaciji so prvotni operaterji zadržali prevladujoči položaj na številnih segmentih trga telekomunikacij. Poleg tega je država pogosto ohranila kontrolni lastniški delež ali omejila delež tujega kapitala v največjih operaterjih;
- deloma zahvaljujoč uspešni liberalizaciji in direktivam Evropske komisije so tržne strukture in regulacija v državah OECD vse bolj podobni. Za tipično državo je značilen prost vstop novih ponudnikov pri večini storitev, majhen toda naraščajoč delež novih ponudnikov, kar povzroča konkurenčne pritiske na prvotnega operaterja, ter neodvisen regulacijski organ;
- v večini držav so bili že sredi devetdesetih let prisotni tuji operaterji, pogosto v obliki skupnih vlaganj ali drugačnih povezav z domačimi operaterji;
- s pomočjo faktorske analize in »cluster« analize so bile kot najbolj liberalne države identificirane Kanada, Japonska, Velika Britanija, Združene države, Švedska in Avstralija, kot najbolj restriktivne države pa Grčija, Švica, Avstrija, Luksemburg, Islandija in Turčija;
- tudi po izločitvi vpliva tehnološkega napredka je bilo ugotovljeno, da večja konkurenca (merjena s tržnim deležem novih operaterjev oziroma s številom operaterjev) prinese boljše produktivnost in nižje cene storitev;
- že zgolj napoved sprostitve konkurence (število let do liberalizacije) ima močan pozitiven vpliv na produktivnost in kakovost storitev ter močan negativen vpliv na cene;
- zaradi pomanjkanja podatkov niso bili testirani učinki spremenjenega vladanja v podjetju, kot so učinki preoblikovanja javnega podjetja v običajno delniško družbo (*corporatisation*). Študija tudi ni pokazala nobenega jasnega dokaza o učinku lastniške strukture, merjene z lastniškim deležem države in številom let do privatizacije, na rezultate podjetja;
- v nekaterih primerih se je pokazal negativen vpliv števila let do privatizacije na produktivnost podjetja in negativen vpliv prisotnosti tujih operaterjev na raven cen. Te rezultate je možno razložiti s problemom endogenosti. Nizka produktivnost namreč poveča nujnost oziroma skrajša obdobje do privatizacije, medtem ko visoka raven cen privabi tuje operaterje.

Z vidika te naloge je omejitev zgoraj omenjene analize ta, da se ne osredotoča na donosnost operaterjev pred in po reformiranju telekomunikacijskega sektorja, saj je ravno donosnost podjetja temeljni dejavnik njegove vrednosti.

3.4.2 Poslovni rezultati podjetij pred in po privatizaciji

Večji del teorije in empiričnih rezultatov kaže na to, da privatizacija državnih podjetij, zlasti če gre za javno prodajo delnic, vodi k izboljšanju finančnih in poslovnih rezultatov privatiziranih podjetij tako v razvitih državah kot v državah v razvoju. Precej manj jasni pa so vzroki izboljšanja rezultatov, oziroma v kolikšni meri je izboljšanje posledica posamičnih vplivov konkurence, regulacije in lastniške strukture.

Študija izvorov izboljšanja rezultatov privatiziranih telekomunikacijskih podjetij (Bortolotti et al., 2001) skuša ugotoviti posamičen vpliv privatizacije na poslovanje podjetja. Empirični del študije temelji na univariatni analizi, ki primerja kazalnike poslovanja 31 nacionalnih telekomunikacijskih operaterjev pred in po privatizaciji, ter na analizi panela podatkov, ki ugotavlja posamičen vpliv privatizacije in regulacije na poslovanje, zlasti na količino storitev, donosnost, učinkovitost, investicije, zaposlenost in finančni vzvod.

V vzorec študije je bilo vključenih 31 nacionalnih telekomunikacijskih operaterjev iz 25 držav (med njimi je bilo 14 industrijsko razvitih in 11 industrijsko nerazvitih), pri katerih je država med oktobrom 1981 in novembrom 1998 delno ali v celoti prodala svoj delež. Vse prodaje razen štirih so se zgodile po septembru 1990. O velikosti prodaj priča podatek, da so bile štiri od njih večje od 10 milijard USD in hkrati največje štiri prve prodaje delnic v finančni zgodovini. V 19 primerih je šlo za čisto sekundarno prodajo, zato pri privatizaciji v večini primerov ni prišlo do dokapitalizacije podjetja. To hkrati pomeni, da lahko spremembe v poslovanju podjetij iz vzorca pripišemo predvsem spremembi lastniške strukture in ne pritoku svežega kapitala v podjetje. Velika večina (23) telekomov iz vzorca je bila pred privatizacijo v 100-odstotni lasti države in le v treh primerih je država svoj delež prodala v celoti, povprečni delež, ki ga je država prodala, pa je znašal 34 odstotkov. Zaradi nerazpoložljivosti podatkov se študija omejuje le na tiste telekome, katerih privatizacija je vključevala tudi javno prodajo delnic na organiziranem trgu. Podatki so bili pripravljene na osnovi letnih poročil in vključujejo kazalnike donosnosti, količine storitev, učinkovitosti, zaposlenosti, kapitalskih naložb in finančnega vzvoda ter kazalnike razvitosti telekomunikacijskih storitev v posamezni državi.

Najenostavnejša metoda za ugotavljanje posledic privatizacije javnih podjetij je, da se na podlagi čim večjega vzorca podjetij, ki so bila privatizirana z javno prodajo delnic na borzi, primerjajo srednje vrednosti kazalnikov poslovanja pred in po prodaji državnega deleža. Poleg nekaterih slabosti (z javno prodajo delnic na borzi se navadno privatizirajo le najboljše državna podjetja, analiza se naslanja zgolj na javno dostopne finančne podatke, itd.) ima ta pristop vsaj dve prednosti. Prvič, gre za primerjavo velikega števila podjetij iz različnih držav, ki so bila privatizirana v različnih letih, vsako podjetje pa je primerjano zgolj s samim seboj v različnih časovnih obdobjih in drugič, ker gre za javno prodajo delnic, so v analizo zajeta predvsem največja podjetja, katerih prodaja ima tudi politično največjo težo.

Pri univariatni analizi poslovanja operaterjev pred in po privatizaciji so bile ugotovljene naslednje spremembe (Bortolotti et al., 2001):

- po privatizaciji sta se kazalnika poslovne marže (dobiček iz poslovanja / prihodki od prodaje) in neto marže (čisti dobiček / prihodki od prodaje) statistično značilno povečala, medtem ko povečanje donosnosti sredstev in donosnosti kapitala ni bilo statistično značilno. Do povečanja poslovne marže je prišlo zaradi relativnega znižanja stroškov prodanih storitev, medtem ko je na povečanje neto marže vplivala tudi sprememba strukture virov financiranja v korist lastniškega kapitala (manjši odhodki za obresti);
- realna vrednost prihodkov iz prodaje in število telefonskih priključkov v uporabi sta se po privatizaciji povečala. Zaradi regulacije cen lahko povečanje realnih prihodkov iz prodaje pripišemo predvsem povečanju količine opravljenih storitev;
- po privatizaciji se je povečala produktivnost, kar je mogoče sklepati na podlagi povečanja vrednosti kazalnikov realna prodaja na zaposlenega in povprečno število priključkov v uporabi na zaposlenega. Prav tako se je povečala povprečna realna plača na zaposlenega. Zaposlenost v telekomunikacijskih podjetjih se je sicer znižala, vendar to znižanje ni bilo statistično značilno;
- po privatizaciji so se izdatki za investicije sicer povečali, vendar pa je bilo to povečanje relativno manjše kot povečanje sredstev in prihodkov od prodaje;
- po privatizaciji se je statistično značilno znižal delež dolga v sredstvih, medtem ko se delež dolgoročnega dolga ni znižal statistično značilno. Privatizirani telekomi po prodaji državnega deleža znatno ne spremenijo načina financiranja.

Omejitev univariatne analize je, da ne loči posamičnega vpliva regulacije in lastništva na izbrane kazalce poslovanja. Ta omejitev je bila odpravljena z metodo ocene na podlagi panela podatkov za obdobje sedmih let, ko je prišlo do privatizacije. Ugotovitve analize panela so bile naslednje (Bortolotti et al., 2001):

- privatizacija vpliva na povečanje donosnosti. Poleg same privatizacije pa na donosnost podjetja po prodaji državnega deleža vplivajo tudi drugi dejavniki. Konkurenca znižuje poslovno in neto maržo, zato lahko velik del povečane donosnosti telekomov pripišemo dejstvu, da se ti na trgu srečujejo le z omejeno konkurenco (velja zlasti za manj razvite države). Ugotovljeno je bilo tudi, da se povprečna donosnost celotnega telekomunikacijskega sektorja počasi znižuje, najbrž zaradi večje konkurence;
- v obdobju po privatizaciji je prišlo do povečanja realnih prihodkov od prodaje. Poleg spremembe lastništva je na povečanje prodaje pozitivno vplivala tudi prisotnost neodvisnega regulatorja, saj je ta preprečeval monopolno obnašanje (omejevanje obsega prodaje) dominantnih operaterjev;
- večja razvitost gospodarstva (merjena z BDP na prebivalca), višja raven plač (povprečna realna plača na zaposlenega) in večja produktivnost dela (število linij na zaposlenega) bolj pozitivno vplivajo na produktivnost telekomunikacijskih podjetij (realna prodaja na zaposlenega) kot privatizacija. Produktivnost telekomov se torej v gospodarsko razvitejših državah po privatizaciji poveča bolj kot v gospodarsko manj razvitih državah. Tudi višje realne plače očitno motivirajo zaposlene k povečanju produktivnosti. Zanimivo je, da ima pojav konkurence negativen efekt na produktivnost, kar lahko pripišemo manjšim kapitalskim investicijam;

- privatizacija sama po sebi značilno ne vpliva na zaposlenost, pač pa nanjo negativno vpliva stopnja konkurence. Regulacija dostopa tretjih oseb do omrežja dominantnega operaterja ima pozitiven učinek na zaposlenost;
- regulacija dostopa do omrežij sicer povečuje konkurenco, toda hkrati tudi izriva investicije v omrežje, ker mora investitor bodoče donose deliti tudi s tretjimi osebami, ki dostopajo do njegovega omrežja;
- finančni vzvod podjetja se po privatizaciji zniža, kar je rezultat odpisov dolgov, pritoka kapitala v primeru primarne izdaje delnic in večjih zadržanih dobičkov.

Iz navedenih ugotovitev se da sklepati, da je glavni vir povečane donosnosti znižanje stroškov in ne zvišanje cen. Po privatizaciji se torej poslovni in finančni rezultati telekomunikacijskih podjetij izboljšajo, vendar gre znaten del tega izboljšanja pripisati spremembam v regulaciji.

3.5 Gibanje tečajev delnic telekomunikacijskih operaterjev po privatizaciji

3.5.1 Dolgoročni donosi za investitorje pri privatizaciji z javno prodajo

Od začetka osemdesetih let do danes so vlade držav po svetu s prodajo državnih podjetij zasebnim investitorjem zbrale preko 700 milijard USD. Izmed 100 največjih javnih ponudb delnic v finančni zgodovini jih je bilo 90 privatizacijskih prodaj. V prejšnjih poglavjih so prikazani učinki spremembe lastništva na rezultate podjetij, ki temeljijo na računovodskih podatkih. Z vidika vrednosti podjetja pa je bolj relevantno gibanje cene delnic privatiziranih podjetij v dolgoročnem obdobju.

Raziskava, ki so jo opravili na vzorcu 158 privatizacijskih javnih prodaj delnic med leti 1981 in 1997, je imela za cilj ugotoviti dolgoročno donosnost privatizacijskih delnic (Megginson et al., 1999). Analiza temelji na primerjavi eno-, tri- in petletnih čistih donosnosti (po načelu kupi in drži) delnic z gibanjem lokalnih, mednarodnih in ameriških tržnih indeksov. Celotna donosnost v obdobju (*total holding period return*) je ocenjena na podlagi začetne cene delnice (*open*) na prvi dan trgovanja na borzi. Na ta način je donosnost ocenjena konzervativno, saj ne upošteva začetnega donosa, ki ga v večini primerov realizirajo investitorji, ki kupijo delnice v prvi javni prodaji. Nadalje je izračunan indeks donosnosti, ki predstavlja teoretično agregatno rast tečaja delnice ob predpostavki, da se dividende takoj na dan upravičenja (*ex-dividend date*) reinvestirajo v nakup dodatnih delnic istega podjetja po ceni, ki se oblikuje na koncu tega dneva. Zaradi širokega spektra investitorjev je indeks donosnosti privatizacijskih delnic primerjan z različnimi tržnimi indeksi in z donosnostmi delnic primerljivih podjetij. Ugotovitve analize dolgoročne donosnosti delnic privatiziranih podjetij so bile sledeče:

- donosnosti delnic podjetij, privatiziranih z javno prodajo, so bile višje od donosnosti delniških indeksov na domačih borzah v istem obdobju (primerjava z vidika domačih investitorjev);

- donosnosti delnic podjetij, privatiziranih z javno prodajo, so bile višje od donosnosti indeksa svetovnih delniških trgov (Financial Times World Index) v istem obdobju (primerjava z vidika mednarodnih investitorjev);
- donosnosti delnic podjetij, privatiziranih z javno prodajo, so bile višje od donosnosti indeksa S&P500.
- donosnosti delnic podjetij, privatiziranih z javno prodajo, so bile višje od donosnosti delnic primerljivih ameriških podjetij iz iste panoge.

3.5.2 Donosnost delnic telekomunikacijskih operaterjev

V devetdesetih letih se je v tako v Zahodni kot v Srednji in Vzhodni Evropi zgodila množična privatizacija telekomunikacijskih operaterjev. Privatizacija je v večini primerov vključevala tudi kotacijo na domačem in/ali tujem delniškem trgu. Glede na dejstvo, da je stanje na mednarodnih delniških trgih eden ključnih dejavnikov dosežene prodajne cene pri privatizaciji, velja temu dejavniku posvetiti večjo pozornost. V ta namen sem zbral podatke o gibanju tečajev delnic desetih evropskih nacionalnih telekomunikacijskih operaterjev, ki kotirajo na borzi v New Yorku (NYSE).

Delnice osmih od desetih operaterjev so bile prvič uvrščene v borzno trgovanje šele v drugi polovici devetdesetih let. Privatizacijo telekomunikacijskih operaterjev je leta 1984 začela britanska vlada s prodajo British Telecoma (BT), ki se je nadaljevala v letih 1991 in 1993 (Telereport, 1998). Proces je bil zaključen leta 1997 z ukinitvijo zlate delnice. Leta 1997 je bila zaključena tudi privatizacija španske Telefonice, ki se je pričela že leta 1987.

Leta 1994 je bil privatiziran Tele Danmark, pri katerem je bilo okrog 20 odstotkov delnic namenjenih javni prodaji prodano v Skandinaviji, okrog 40 odstotkov v ZDA, preostanek pa v ostalih evropskih državah. Privatizacija se je nadaljevala s prodajo 34,4-odstotnega lastniškega deleža Ameritechu v januarju 1998. Preostalih 17,4 odstotkov delnic je danska vlada prodala aprila 1998. Skoraj ob istem času kot privatizacija danskega telekomunikacijskega operaterja se je pričela privatizacija Koninklijske PTT Nederland (KPN). Njegove delnice so bile sprva uvrščene na borzi v Amsterdamu, kasneje pa še v New Yorku in Londonu. Nizozemska vlada je zadržala 44-odstotni lastniški delež. Posebnost pri privatizaciji KPN je, da pri njej ni prišlo do predhodne ločitve dejavnosti pošte in telekomunikacij. V juniju 1995 je dočakal prvo javno prodajo delnic Portugal Telecom. V prvi tranši je bilo privatiziranih 26,3 odstotka, v drugi, ki je sledila junija 1996, pa se je državni delež znižal na 51 odstotkov.

Deutsche Telekom (DT) je največji evropski in tretji največji svetovni telekomunikacijski operater. Privatizacija DT se je pričela leta 1996, ko je bilo prodanih 26 odstotkov delnic. Prodaja je bila največja v desetletju, število vpisanih delnic pa je za petkrat presevalo ponudbo. Prvi javni prodaji je bila namenjena obsežna promocija, delnica DT ali t.i. T-Aktie pa je postala blagovna znamka zase. Prodaja je imela izjemen učinek na nemški kapitalski trg in položaj Nemčije kot finančnega centra. Podobno uspešna je bila prodaja France Telecoma (FT) z začetkom v oktobru 1997, ko je bilo prodano 25 odstotkov delnic, od tega 2,5 odstotka

zaposlenim. Po privatizaciji je število delničarjev FT naraslo na 4 milijone, kar je več kot pri katerem koli drugem evropskem telekomu. V istem letu je potekala tudi privatizacija Telecoma Italia (TI), katere posebnost je bila pravica veta italijanske vlade pri pridobitvi pet ali več odstotkov glasovalnih pravic s strani določenega investitorja oziroma povezanih investitorjev.

Z delnicami Swisscoma se je začelo trgovati oktobra 1998 v času ruske krize in posledično »medvedjega« (pesimističnega) vzdušja na svetovnih delniških trgih. Švicarska vlada je namesto pričakovanih 49 prodala le 30 odstotkov delnic po ceni 340 švicarskih frankov (240 USD), ki je bila nekoliko nižja od pričakovane. Klub vsemu je izkupiček od prodaje znašal 8,6 milijarde švicarskih frankov, uspešno izvedena prodaja pa je dala vnovičen zagon borzam po vsem svetu. Do začetka leta 1999 je tečaj delnice narasel na 550 frankov. Švicarski vladi je z zavlačevanjem privatizacije do tretjega četrletja 1998 uspelo izkoristiti velik del porasta tečajev telekomunikacijskih delnic po letu 1995, kar je razvidno iz gibanja delniških tečajev ostalih operaterjev pred privatizacijo Swisscoma. Povpraševanje po delnicah Swisscoma s strani malih investitorjev je bilo znatno nižje od pričakovanega (od 440.000 vpisnikov jih je le 70.000 kupilo delnice), kar lahko pripišemo tudi sorazmerno nizkemu diskontu za male investitorje (okrog 1% diskont v primerjavi z do 15% diskonti pri ostalih privatizacijah). V nasprotju z malimi investitorji pa je ponudba Swisscomovih delnic naletela na veliko zanimanje s strani institucionalnih investitorjev. Eden od razlogov je bilo tudi upadanje tečajev na svetovnih borzah, saj v takih razmerah institucionalni investitorji pogosto iščejo oporo svojim portfeljem v visoko likvidnih delnicah podjetij v t.i. defenzivnih panogah, kot so javne storitve.

Tabela 3-1: Donosnost delnic evropskih operaterjev fiksne telefonije na NYSE v obdobju od 1996 do 2001

Družba	Deutsche Telekom	France Telekom	British Telecom	KPN	Portugal Telecom	Telefonica	Telecom Italia	Swiss Com	Helenic Telecom	Matav
Simbol (NYSE)	DT	FTE	BTY	KPN	PT	TEF	TI	SCM	OTE	MTA
Datum kotacije	18.11.96	20.10.97	1984	23.10.95	2.6.95	1987	1.8.95	8.10.98	2.11.98	14.11.97
Najvišja vrednost (USD)	95,14	201,99	234,98	70,51	15,52	90,05	189,98	41,95	14,82	48,26
Datum najvišje vrednosti	3.3.00	3.3.00	30.12.99	3.3.00	3.3.00	6.3.00	11.2.00	3.2.99	6.1.99	10.3.00
Najnižja vrednost (USD)	13,39	25,96	35,00	2,08	3,11	7,78	22,07	20,01	6,11	11,32
Datum najnižje vrednosti	7.9.01	6.9.01	20.12.01	5.9.01	23.8.95	4.1.93	7.12.95	22.3.01	3.4.01	17.9.01
Odstotna sprememba										
v letu 1996	n.p.	n.p.	29%	9%	53%	72%	58%	n.p.	n.p.	n.p.
v letu 1997	-7%	n.p.	41%	12%	70%	35%	53%	n.p.	n.p.	n.p.
v letu 1998	80%	124%	94%	112%	-3%	51%	44%	n.p.	n.p.	15%
v letu 1999	119%	71%	59%	96%	26%	79%	63%	-3%	-7%	21%
v letu 2000	-58%	-35%	-62%	-77%	-16%	-37%	-18%	-35%	-38%	-43%
v letu 2001	-41%	-53%	-59%	-54%	-13%	-16%	-22%	10%	12%	-19%
v primerjavi z najviš. vred.	-82%	-80%	-85%	-93%	-50%	-55%	-55%	-35%	-48%	-66%

Vir: Yahoo! Finance, 2001.

Najvišjo vrednost so delnice telekomunikacijskih podjetij dosegle v prvem četrletju leta 2000, ko je svoj vrh dosegel tudi ameriški tehnološki indeks Nasdaq Composite. Kot je razvidno iz zgornje tabele so, telekomunikacijske delnice v obdobju od 1996 do 2000 dosegale visoke donosnosti, ki so primerljive z donosnostjo tehnoloških delnic (glej gibanje tržnega indeksa

Nasdaq Composite). Po prvem četrletju leta 2000 je sledil padec tečajev tehnoloških delnic, ki so ga spremljale tudi delnice telekomunikacijskih operaterjev.

Podobno kot tečaji delnic evropskih telekomov na NYSE so se gibal tudi tečaji nacionalnih operaterjev na novo nastalih evropskih trgih. V spodnji tabeli so prikazani podatki o gibanju tečajev delnic štirih srednje- in vzhodnoevropskih telekomunikacijskih podjetij (Matav-Madžarska, Telekomunikacija Polska, Cesky Telecom in Eesti Telecom-Estonija) ter enega bližnjevzhodnega operaterja (Bezeq-Izrael). Kljub temu, da ima večina teh podjetij svoje delnice preko globalnih potrdil o lastništvu uvrščene tudi na tujih borzah, so v tabeli prikazani tečaji na njihovih domačih borzah, ki so zaradi primerljivosti izraženi v ameriških dolarjih. Podobno kot pri njihovih vrstnikih na NYSE so tudi tečaji delnic telekomov na novo nastalih trgih do prvega četrletja leta 2000 naraščali, temu pa je sledil nagel padec.

Tabela 3-2: Donosnost delnic operaterjev fiksne telefonije na novih evropskih trgih v obdobju od 1996 do 2001

Družba	Matav Rt.	Telekomunikacija Polska SA	Cesky Telecom	Eesti Telecom	Bezeq
Simbol (Bloomberg)	MATAV HB Equity	TPS PW Equity	SPTT CP Equity	ETL ET Equity	BEZQ IT Equity
Datum kotacije	14.11.97	18.11.98	26.7.95	11.2.99	2.1.95
Najvišja vrednost (USD)	10,00	9,76	26,37	9,53	235,08
Datum najvišje vrednosti	10.3.00	24.2.00	24.3.00	29.3.00	5.3.00
Najnižja vrednost (USD)	2,04	2,51	4,94	2,51	73,40
Datum najnižje vrednosti	12.9.01	24.9.01	17.9.01	12.9.01	22.7.96
Odstotna sprememba					
v letu 1996	n.p.	n.p.	31%	n.p.	-17%
v letu 1997	n.p.	n.p.	-14%	n.p.	15%
v letu 1998	8%	n.p.	42%	n.p.	12%
v letu 1999	22%	33%	5%	n.p.	59%
v letu 2000	-41%	1%	-15%	-25%	6%
v letu 2001	-21%	-47%	-27%	-23%	-22%
v primerjavi z najviš. vred.	-67%	-64%	-62%	-59%	-42%

Vir: Bloomberg Professional, 2001.

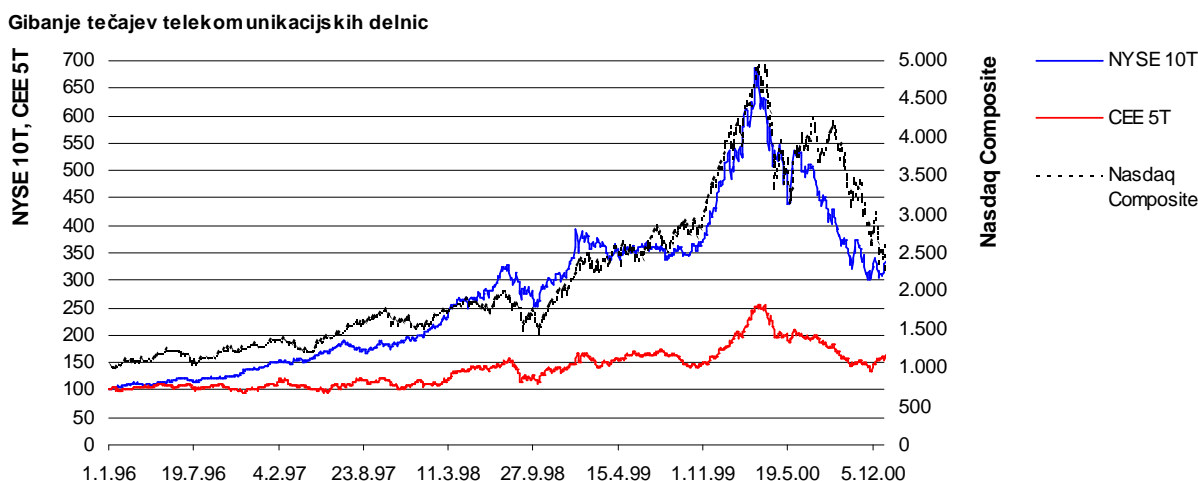
Z namenom natančnejšega prikaza gibanja delniških tečajev sem sestavil dva delniška indeksa, ki sta prikazana tudi na sliki. Oba indeksa sta po načinu izračuna netehtana indeksa, vanju pa so vključene delnice istih telekomunikacijskih operaterjev, kot se pojavljajo v zgornjih tabelah. Indeks desetih evropskih operaterjev, ki kotirajo na NYSE (NYSE 10T), sestavljajo: Deutsche Telekom, France Telekom, British Telecom, KPN, Portugal Telecom, Telefonica, Telecom Italia, SwissCom, Hellenic Telecom in Matav, indeks petih operaterjev na novih trgih, ki kotirajo na domačih borzah (CEE 5T), pa sestavljajo: Matav Rt., Telekomunikacija Polska SA, Cesky Telecom, Eesti Telecom in Bezeq. Začetek izračuna obeh indeksov je 1. januar 1996, osnova pa je 100. Delnice tistih družb iz sestave indeksov, ki ob začetku izračuna indeksov še niso bile uvrščene na organiziran delniški trg, so bile vključene v indeks takoj po njihovi uvrstitvi. Oba indeksa prikazujeta povprečno donosnost delnic v ameriških dolarjih. Formula izračuna netehtanega indeksa je naslednja (Specifikacija borznih indeksov Ljubljanske borze, 2000):

$$I_t = I_{t-1} \cdot \left[1 + \frac{1}{n} \cdot \sum_{i=1}^n \left(\frac{P_{t,i}}{P_{t-1,i}} - 1 \right) \right]$$

- n število delnic v indeksu
- t dan trgovanja
- I_t tekoča vrednost indeksa
- I_{t-1} vrednost indeksa (NYSE 10T, CEE 5T) konec trgovalnega dne t-1
- I_0 100 (začetna vrednost indeksa za t=0)
- $P_{t,i}$ tekoči tečaj posamezne delnice, vključene v sestavo indeksa
- $P_{t-1,i}$ tečaj posamezne delnice konec trgovalnega dne t-1

V netehtanem indeksu so delnice vsakega izdajatelja zastopane enakomerno ne glede na velikost izdajatelja oziroma izdaje delnic. Osnovna predpostavka indeksa je, da je delež delnic različnih izdajateljev v investitorjevem portfelju ves čas enak. Do odstopanj lahko pride le znotraj posameznega dneva, izračun indeksa pa predpostavlja, da investitor po zaključku trgovalnega dneva opravi tiste transakcije, ki so nujne za vzdrževanje ciljne enakomerne sestave premoženja. Netehtani delniški indeks da informacijo o tem, kakšno donosnost je v določenem obdobju prinesla povprečna delnica na trgu. S tega vidika je ta indeks še posebej uporaben za tiste investitorje, ki premoženje enakomerno razpršijo med delnice različnih izdajateljev (ne glede na velikost podjetja), ter za podjetja, ki bi rada primerjala donosnost svoje delnice z donosnostjo povprečne delnice na trgu.

Slika 3-1: Gibanje indeksa evropskih telekomov na NYSE ter indeksa srednje- in vzhodnoevropskih telekomov na domačih borzah



Vir: Bloomberg Professional, 2001; Yahoo! Finance, 2001; lasten izračun.

Že iz slike je razvidna velika usklajenost v gibanju tečajev telekomunikacijskih operaterjev na NYSE ter na srednje in vzhodno evropskih borzah. To se kaže tudi v visoki vrednosti korelacijskega koeficienta med obema indeksoma, ki znaša 95%. Največja razlika v gibanju obeh indeksov je njuna volatilitnost, saj so delnice zahodnoevropskih podjetij izpostavljene

večjim nihanjem. Na sliki je poleg obeh indeksov telekomunikacijskih delnic prikazano tudi gibanje tržnega indeksa Nasdaq Composite.

Dogajanja na svetovnih delniških trgih kažejo, da je najboljši čas za prodajo državnega deleža v Telekomu Slovenije že zamujen, saj so vrednosti tovrstnih podjetij danes tudi preko 80 odstotkov nižje kot marca leta 2000. Takrat je vladalo veliko povpraševanje po delnicah telekomov, ki ga je še dodatno vzpodbujal razcvet celotnih kapitalskih trgov. Republika Slovenija je z zavlačevanjem privatizacije Telekoma že utrpela določeno oportunitetno izgubo, kar je potrebno upoštevati tudi pri primerjalnem vrednotenju Telekoma na podlagi prodaje primerljivih tujih podjetij, ki so bila privatizirana v ugodnejšem času.

3.6 Telekomunikacije v Srednji in Vzhodni Evropi

Malo je panog, ki so v zadnjih letih doživele tako velike spremembe kot telekomunikacije v Srednji in Vzhodni Evropi, saj je liberalizacijo nacionalnih trgov spremljal tudi hiter tehnološki napredek. Te spremembe so se zgodile ob stalnem presežku povpraševanja nad ponudbo, kar so države premostile z uvozom tujega kapitala in tehnološkimi spremembami (mobilne in satelitske telekomunikacije, internetne tehnologije).

Ob koncu osemdesetih let so bila predvsem zaradi pomanjkanja sredstev za investicije nacionalna fiksna telekomunikacijska omrežja v dokaj slabem stanju (Telecoms Privatisations in Central and Eastern Europe, 2001). Stopnja penetracije se je gibala od 10 do 22 odstotkov in je bila še posebno nizka na podeželju, čakalne vrste za telefonske priključke pa so ponekod presegale deset let. Za vse države v regiji je bila značilna neustrezna struktura cen storitev, saj so bili poceni lokalni klici navzkrižno subvencionirani z dragimi klici na dolge razdalje in mednarodnimi klici. Takšna struktura cen je tudi demotivirala operaterje za investicije v posodobitev in razširitev lokalnih omrežij. Niti države, niti telekomunikacijska podjetja sama niso bili sposobni zbrati potrebnih finančnih sredstev za posodobitev in razširitev fiksnega omrežja, kar je bil njihov prvi cilj. Managerji srednjeevropskih telekomov so bili namreč predvsem tehnično podkovani strokovnjaki s pomanjkanjem znanj s področja sodobnih financ in marketinga. Glavni izziv tranzicije v telekomunikacijskem sektorju je bil pridobiti kapital in znanje, modernizirati omrežje ter preoblikovati javna podjetja v sodobna, tržno orientirana in konkurenčna podjetja. Srednje- in vzhodnoevropski telekomunikacijski operaterji in države kot njihovi lastniki so rešitev videli v strateških partnerjih iz zahoda. Kljub vsemu pa privabljanje tujih investitorjev ni potekalo brez težav. Na eni strani se je v samih telekomih pojavil odpor proti izgubi statusa monopolnega javnega podjetja, na drugi strani pa so države hotele ohraniti kontrolni delež v nacionalnih operaterjih.

Pripravljenost tujcev za investicije v Srednji in Vzhodni Evropi je po ruski krizi močno upadla. Investitorji, ki se po krizi vračajo, imajo pri nakupih deležev strožje kriterije, skrbneje pregledujejo podjetja, s katerimi se kapitalsko povezujejo, predvsem pa so za delnice pripravljene plačati manj. Razmere v telekomunikacijskem sektorju so se še dodatno poslabšale potem, ko so

zahodni telekomi kot potencialni strateški investitorji nakupe (pre)dragih licenc za UMTS na domačih trgih financirali z zadolževanjem.

Proces privatizacije telekomunikacij se je v večini srednjeevropskih držav začel z razdružitvijo pošte in telekoma ter preoblikovanjem slednjega v običajno delniško družbo. V drugi fazi je prišlo do delne prodaje državnega deleža, vendar je prodani delež le izjemoma presegel 50 odstotkov. V drugi fazi privatizacije so bile uporabljene različne metode, od katerih je bila najpopularnejša prodaja strateškemu investitorju, kateri je sledila javna prodaja delnic na domačem ali tujem delniškem trgu. Vstop strateškega partnerja, ki je bil praviloma zahodnoevropski operater ali konzorcij, je za srednjeevropske države pomenil hiter pritok denarja, znanja in izkušenj ter pripravljenost za dolgoročno vlaganje v telekomunikacijsko dejavnost (kar ne velja za finančne investitorje). Metode, ki jih bodo države uporabile v nadaljnjih fazah privatizacije, so zaenkrat še uganka. Verjetno bo prišlo do prodaje delnic na domačih in tujih borzah, kot se je že zgodilo pri madžarskem Matav-u in litvanskem Liettuvos-u.

Tabela 3-3: Privatizacija telekomov v Srednji in Vzhodni Evropi

OPERATER	DRŽAVA	LETO	INVESTITOR	DELEŽ
Esti Telecom	Estonija	1992	Telia, Sonera	49%
Matav	Madžarska	od 1993 do 1999	DT in Ameritech / javna prodaja	60 / 40%
Lattelekom	Latvija	1993	C&S, Sonera	49%
Utel	Ukrajina	1995	AT&T, DT, KPN	49%
SPT	Češka	1995	TelSource / javna prodaja	27% / 22%
Telekom Srbije	Jugoslavija	1995	OT, Tel. Italia	49%
Tajiktelecom	Tadžikistan	1995	zaposleni	5%
Georgia Telecom	Gruzija	n.p.	Metomidia Intl. Telecom	49%
Svyazinvest	Rusija	1997	DMG in Oneximb	25%
Armentelecom	Armenija	1997	Hellenic Telecom	90%
Kazakhtelecom	Kazahstan	1997	Daewoo	40%
Lietuvos	Litva	1998	Telia, Sonera	60%
BTC	Bolgarija	1999	KPN, OTE	21%
Rom. Telecom	Romunija	1999	OTE	35%
Croatia Telecom	Hrvaška	1999	DT	35%

Vir: Telecoms Privatisations in Central and Eastern Europe, 2001.

Regulativno okolje je ključnega pomena za privatizacijo državnih telekomunikacijskih operaterjev ter za liberalizacijo trga telekomunikacijskih storitev (Telecoms Privatisations in Central and Eastern Europe, 2001). Potencialni investitorji si želijo pregledne regulacije, ki ni pod vplivom države in politike. Z vidika držav pa je potrebno najti ravnovesje med stopnjo liberalizacije trga in pripravljenostjo nacionalnih operaterjev na vstop konkurence. V Srednji Evropi ima velik vpliv na liberalizacijo trga (in regulacijo, ki naj bi jo zagotavljala) približevanje Evropski uniji in zahteve, ki jih ta postavlja. Pri postavitvi regulacijskega sistema pa imajo srednjeevropske države prednost, da se zaradi sorazmernega zaostanka za zahodom lahko učijo na izkušnjah zahodnoevropskih držav.

Kljub dvoštevlični rasti telekomunikacijskega sektorja (merjeno po številu priključkov ali po številu uporabnikov) v večini srednje- in vzhodnoevropskih držav rast povpraševanja še vedno

presega vsa pričakovanja. Razpon med rastjo ponudbe in rastjo povpraševanja je v največji meri zapolnila hitro razvijajoča se mobilna telefonija. Vse države imajo liberaliziran trg mobilne telefonije in povsod sta navzoča najmanj dva konkurenčna ponudnika. Mobilna telefonija se uspešno razvija tudi v državah s sorazmerno nizkim dohodkom na prebivalca.

V nasprotju z mobilno pa fiksna telefonija v večini držav ostaja monopolni trg, na katerem prevladuje domači operater. Proces liberalizacije fiksne telefonije se je začel z liberalizacijo lokalnih klicev, kar je glede na visoke potrebne investicije, nizke marže in težave z medmrežnim povezovanjem dokaj presenetljivo. Na Poljskem se je po prodaji licenc številnim lokalnim operaterjem zgodila lastniška konsolidacija le-teh, tako da sta na trgu ostala zgolj dva neodvisna operaterja: Netia in El-Net.

V večini držav Srednje in Vzhodne Evrope so se pojavili tudi operaterji, ki ponujajo svoje storitve preko alternativnih omrežij (železnice, elektroenergetika). Telekomunikacije postajajo tehnološko vse zahtevnejša panoga, kar govori v prid privabljanju strateških investitorjev pri privatizaciji nacionalnih operaterjev. Na drugi strani pa so ravno operaterji fiksnih omrežij pogosto žrtev novih tehnologij, ki olajšujejo vstop novih konkurentov. V Rusiji, kjer je zaradi velikih razdalj izgradnja fiksnega omrežja nadpovprečno draga, ponudniki satelitskih telekomunikacij vse uspešneje tekmujejo z Rostelecomom. Podobno je na Madžarskem in Češkem uspelo ponudnikom mednarodnih klicev preko internet protokola.

3.6.1.1 Madžarska

Na Madžarskem se je prestrukturiranje komunikacijskega sektorja začelo 31. decembra 1989, ko je bila Madžarska Pošta razdeljena na tri ločena podjetja za poštno storitve, storitve oddajanja radijskih signalov ter telekomunikacije. 31. decembra 1991 je bila kot naslednica državnega podjetja ustanovljena družba za telekomunikacije Matav, ki je do leta 1993 ostala v 100-odstotni državni lasti.

Prva faza privatizacije Matava se je pričela leta 1993, ko je bil 30,2-odstotni lastniški delež podjetja za 875 milijonov ameriških dolarjev prodan konzorciju MagyarCom, ki sta ga sestavljala Ameritech in Deutsche Telekom. Navedeni nakup je predstavljal prelomnico pri prodaji podjetij tako na Madžarskem kot v celotni srednje- in vzhodnoevropski regiji iz naslednjih razlogov (Palmer, 1994):

- upoštevajoč vrednost celotne transakcije je bila vrednost Matava ocenjena na 2,9 milijarde ameriških dolarjev ali 2.600 dolarjev na telefonsko linijo;
- prodaji je sledila vzpostavitev prvega regulacijskega režima za urejanje zasebnega monopola v tranzicijskem gospodarstvu;
- vzpostavljena je bila prepoved konkurence na področju domačega in mednarodnega telefonskega prometa za osem let, konzorcij MagyarCom pa se je v zameno obvezal investirati v posodobitev podjetja 3 milijarde ameriških dolarjev;
- šlo je za eno od redkih privatizacij, pri kateri je strateški investitor pridobil zgolj manjšinski delež, vlada pa je obdržala pomemben vpliv pri vladanju v podjetju;

- postavljen je bil zgled oziroma merilo za privatizacijo ostalih javnih podjetij v regiji;
- šlo je za konkurenčno mednarodno ponudbo državnega deleža, pri kateri odločilni kriterij ni bila višina ponujene kupnine, temveč tehnično-razvojni in poslovni potencial bodočega lastnika.

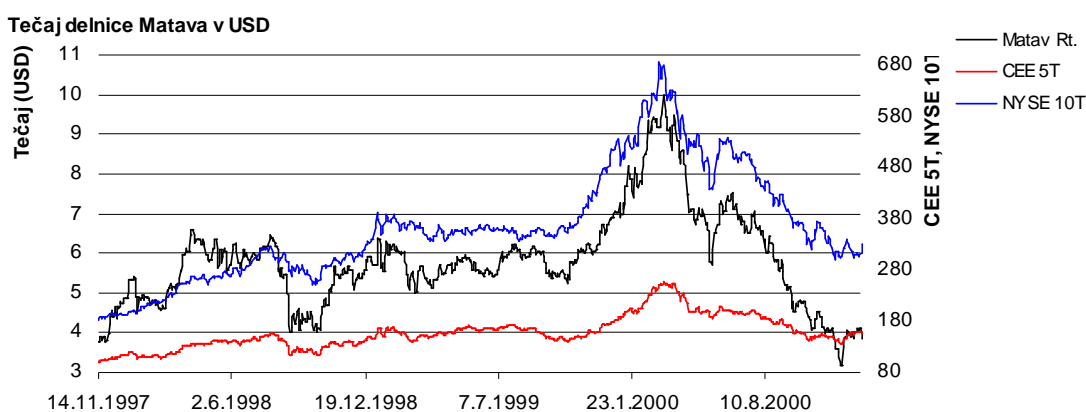
Decembra 1995 je MagyarCom z nakupom dodatnih 37 odstotkov podjetja za 852 milijonov ameriških dolarjev povečal svoj delež na 67,35 odstotka. Preostanek delnic je obdržal državni holding APV Rt., ki je zadolžen za zastopanje države pri uveljavljanju njenih lastniških pravic in privatizaciji podjetij v njeni lasti.

Novembra 1997 je bila izvedena prva javna prodaja delnic, ki je potekala vzporedno na borzah v Budimpešti in v New Yorku (NYSE). V javni ponudbi je bilo 27 odstotkov delnic, od tega jih je 19 odstotkov preko svojega privatizacijskega holdinga APV prodala država, 8 odstotkov pa je prodal konzorcij MagyarCom in tako znižal svoj lastniški delež na 59,6 odstotka. Matav je postal podjetje z največjo tržno kapitalizacijo na domači borzi in prvo vzhodnoevropsko podjetje, katerega delnice so bile uvrščene v trgovanje na NYSE.

Pomladi 1999 je APV prodal še zadnjih 5,75 odstotka delnic Matava, država pa je zadržala zlato delnico. Za zadnji paket 59,5 milijona delnic, ki so jih kupili domači in tuji institucionalni investitorji, je država iztržila 318 milijonov ameriških dolarjev. V zadnji prodaji delnic so bili domači zasebni investitorji deležni nekaterih posebnih ugodnosti, kot je možnost obročnega plačila kupnine in pospešen postopek vpisa delnic.

3. julija leta 2000 je bil v skladu z delničarskim sporazumom med obema delničarjema MagyarComa Ameritechov 50-odstotni lastniški delež prodan Deutsche Telekomu, pri čemer je bila vrednost deleža določena na podlagi tržne cene delnice Matava na dan 30. junij 2000. Tako se je izoblikovala današnja lastniška struktura največjega madžarskega telekomunikacijskega podjetja, katerega 59,53 odstotka delnic je v lasti Deutsche Telekom, s 40,47 odstotka delnic se trguje na organiziranih delniških trgih, državi pa je ostala zlata delnica (Hungary - Telecommunications Country Profile, 2001).

Slika 3-2: Gibanje tečaja delnice Matava



Vir: Bloomberg Professional, 2001.

Iz zgornje slike je razvidna velika usklajenost v gibanju tečaja Matava ter indeksov zahodnoevropskih ter srednje- in vzhodnoevropskih telekomunikacijskih operaterjev. Korelacijski koeficient med indeksom zahodnoevropskih telekomov in tečajem Matava znaša 0,81, korelacijski koeficient med indeksom srednje- in vzhodnoevropskih telekomov in delnico Matava pa 0,86. Pri tem je potrebno upoštevati, da je v oba indeksa vključena tudi delnica Matava.

3.6.1.2 Češka

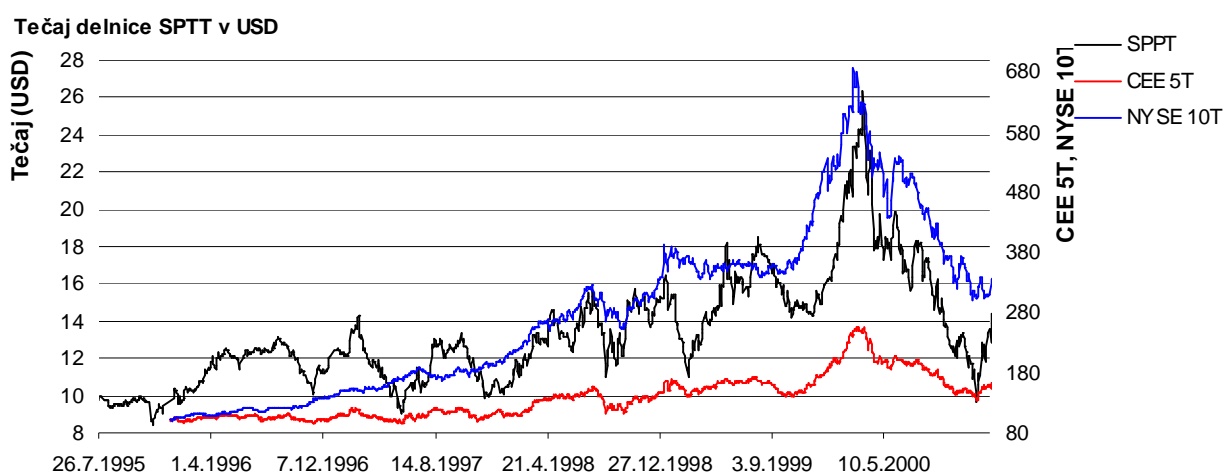
Januarja 1993 je bilo državno poštno-telekomunikacijsko podjetje SPT Praga razdeljeno na Češko pošto in SPT Telekom oziroma Češki Telekom (Czech Republic - Telecommunications Overview, 1999). Češki Telekom, ki je lastnik in operater javnega telekomunikacijskega omrežja, je bil do januarja 2001 monopolist na področju klicev na dolge razdalje in mednarodne telefonije. Liberalizacija omenjenih dveh tržnih segmentov je bila predstavljena za eno leto, s čimer so SPT Telekomu olajšali izvedbo obsežnega programa investicij in prestrukturiranja. Češka zakonodaja pa že dalj časa dovoljuje zasebnim operaterjem, da upravljajo lokalna omrežja, za kar pridobijo ustrezno koncesijo. Leta 1998 je bilo 16 območij, ki so podeljevala koncesije za upravljanje zasebnih omrežij operaterjem in osem zasebnih podjetij, ki so konkurirala SPT Telekomu. Zasebni operaterji lokalnih omrežij so pokrivali okrog 10% prebivalstva. Potencialno konkurenco SPT Telekomu poleg lokalnih telekomunikacijskih operaterjev predstavljajo kabelski operaterji, med katerimi je največji Kabel Plus (njegov večinski lastnik je US West, ki je tudi delni lastnik Eurotela) in javna podjetja iz drugih dejavnosti, kot so elektro-distribucijska podjetja z optičnim hrbteničnim omrežjem.

SPT Telekom je podjetje z največjo tržno kapitalizacijo na borzi v Pragi. Po delni privatizaciji v letu 1995 je država zadržala 51-odstotni delež, medtem ko ima konzorcij TelSource, ki ga sestavljajo strateški partnerji KPN, Swisscom in AT&T, 27-odstotni delež. Preostalih 22 odstotkov delnic je uvrščenih v kotacijo praške borze. TelSource je pri nakupu strateškega deleža plačal visoko premijo, saj je za delnico SPT Telekomu plačal 155 USD, potem pa je na trgu v dveh mesecih padla na 83 USD. Podjetje je bilo v okviru privatizacije dokapitalizirano v višini 1,32 milijarde dolarjev, v prvih letih po privatizaciji pa naj bi za prestrukturiranje zagotovili še dodatnih 140 milijonov USD. Cilj prestrukturiranja je doseči 100-odstotno digitalizacijo omrežja do leta 2002 (v letu 1998 je znašala 33 odstotkov) in povečati produktivnost. Povečanje produktivnosti na 290 priključkov na zaposlenega naj bi dosegli z znižanjem števila zaposlenih za dve petini glede na leto 1997.

V letu 2002 je predvidena dokončna privatizacija SPT Telekomu (World Markets Telecoms, november 2001). Naprodaj je 51,1-odstotni državni delež z možnostjo prodaje tudi 27-odstotnega deleža, ki ga ima TelSource. Če bosta prodana oba deleža, bo novi strateški investitor pridobil 78,1-odstotni delež SPT Telekomu. Za ponujeni delež se lahko potegujejo tudi finančni investitorji, vendar le kot člani konzorcija, v katerem kot strateški lastnik nastopa tudi telekomunikacijsko podjetje. Vlada se nadeja kupnine v višini 50 milijard čeških kron (1,46 milijarde evrov).

Za nakup omenjenega deleža se zanima okrog 20 investorjev, med katerimi so poleg znanih telekomov, ki se po dragih prevzemih in nakupih licenc nahajajo v finančno nezavidljivem položaju, tudi finančna podjetja: Kohlberg Kravis Roberts (KKR), Doughty Hanson & Co, CVC Capital Partners, Advent International, Bancroft private equity. Med strateškimi investitorji iz telekomunikacijskega sektorja se za nakup potegujejo Deutsche Telekom, France Telekom, Vivendi in Telefonica. S privatizacijo Češkega Telekomoma v prvi polovici leta 2002 se bo predvidoma sprožila vrsta privatizacij telekomunikacijskih operaterjev v regiji, med katerimi je potrebno še zlasti omeniti Telekom Slovenije, Bolgarski BTC in RomTelecom.

Slika 3-3: Gibanje tečaja delnice SPT Telekomoma



Vir: Bloomberg Professional, 2001.

Iz slike je podobno kot pri Matavu razvidna velika usklajenost v gibanju tečaja SPT Telekomoma ter indeksov zahodnoevropskih ter srednje- in vzhodno-evropskih telekomunikacijskih operaterjev. Korelacijski koeficient med indeksom zahodnoevropskih telekomov in tečajem SPT znaša 0,85, korelacijski koeficient med indeksom srednje- in vzhodnoevropskih telekomov in delnico SPT pa 0,92. Pri tem je potrebno upoštevati, da je v zadnji indeks vključena tudi delnica SPT.

3.6.1.3 Poljska

Poljska zaenkrat še nima neodvisnega regulatorja telekomunikacij, zato njegovo vlogo delno prevzema ministrstvo za pošto in telekomunikacije (Poland's telecoms market, 2000). Določanje tarif in cen medmrežnega povezovanja ostaja odvisno od pogajalske moči posameznih operaterjev. Nacionalni telekomunikacijski operater Telekomunikacija Polska SA (TPSA) je do sedaj izkoriščala svoj prevladujoči položaj z visokimi cenami domačih klicev na dolge razdalje in mednarodnih klicev ter z navzkrižnim subvencioniranjem lokalnih klicev. Liberalizacija mednarodnega prometa se pričakuje šele po vstopu Poljske v Evropsko Unijo. Največja konkurenta sta Netia (njen strateški lastnik je Telia) in Elektrim (njegov strateški lastnik je Vivendi), sledita pa še Poland Telecom Operators (PTO) in Telefonica Lokalna. Potencialna

konkurenta sta tudi poljsko elektroenergetsko omrežje PSE in Kolpak, katerega lastnik so poljske železnice.

Na področju mobilne telefonije je najmočnejši Centretel, katerega lastnika sta TPSA in France Telecom. Sledita mu Polkomtel, katerega lastniki so Tele Danmark, AirTouch, Petrochemica Polska, KGHM Polska Miedz SA in PSE, ter Polska Telefonia Cyfrowa, katere lastniki so Elektrim, US West, T-Mobil in Polpager.

Telekomunikacja Polska SA (TPSA), ki je leta 1991 nastala z združitvijo pošte in telekoma, je eno od največjih in najbolj donosnih podjetij na Poljskem. Podjetje ima preko 70.000 zaposlenih, 2,37 milijarde ameriških dolarjev letnega prihodka in okrog 8,5 milijona naročnikov fiksne telefonije. Poleg tega je TPSA 66-odstotni lastnik Centretela, ostalih 33 odstotkov pa je v lasti France Telecoma. TPSA opravlja tudi storitve radijskih komunikacij, satelitskih komunikacij in prenosa podatkov.

Leta 1998 je potekala prva stopnja privatizacije TPSA, v kateri je državna zakladnica preko javne ponudbe delnic znižala svoj lastniški delež s 100 na 70 odstotkov. Celoten izkupiček je znašal okrog eno milijardo ameriških dolarjev. 15 odstotkov delnic so kupili domači in tuji institucionalni investitorji, ostalih 15 odstotkov pa zaposleni v TPSA. Aprila 1999 je vlada za svetovalca v drugi fazi privatizacije izbrala konzorcij, ki sta ga sestavljala ING Barings in Nicom Consulting. ING Barings je eden od največjih finančnih investitorjev na Poljskem, Nicom Consulting pa je poljsko svetovalno podjetje, specializirano za privatizacijske posle. V drugi fazi privatizacije, ki se je začela julija 2000, je državna zakladnica prodala novih 35 odstotkov delnic največjega poljskega telekomunikacijskega operaterja. Oktobra 2001 je bil za 18,62 milijard zlotov (4 milijarde ameriških dolarjev) 35-odstotni delež dokončno prodan konzorciju, ki ga sestavljata France Telecom in Kulczyk Holding. Kulczyk Holding je poljsko zasebno podjetje, ki je specializirano za naložbe v infrastrukturo in prestrukturiranje državnih podjetij. V skladu z medsebojnim sporazumom je France Telecom pri tem poslu pridobil 25-odstotni, Kulczyk Holding pa 10-odstotni lastniški delež TPSA.

V letu 2001 konzorcij, ki ga sestavljata France Telecom in Kulczyk Holding, ni izkoristil opcije nakupa večinskega deleža, saj se jim je zdela izvršilna cena opcije 38 zlotov na delnico previsoka. Kljub prvim izjavam, da konzorcij zaradi razmer na globalnem telekomunikacijskem sektorju nima namena povečati svojega deleža, so pozneje sledila pogajanja o nakupu dodatnih delnic. Po več tednih pogajanj je poljska vlada pristala na prodajo 12,5-odstotnega deleža TPSA konzorciju za 3,5 milijarde zlotov (825 milijonov ameriških dolarjev). Cena predstavlja več kot 50-odstotno premijo glede na tečaj delnice na varšavski borzi. Konzorcij je pridobil tudi opcijo nakupa dodatnih 2,5 odstotka in eno delnico v letu 2002, kar bi mu zagotovilo večinski delež (Poland, France Telecom agree to sale of TPSA stake, 2001). Septembra 2001 je imela Telekomunikacja Polska SA naslednjo lastniško strukturo:

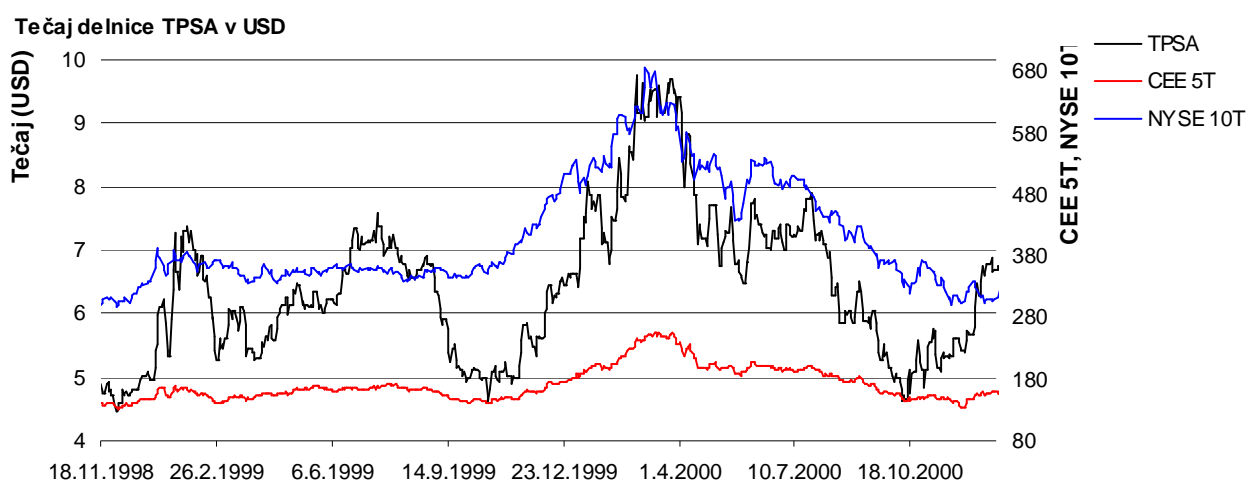
Tabela 3-4: Lastniška struktura TPSA v septembru 2001

DELNIČAR	LASTNIŠKI DELEŽ
France Telecom	33,93%
Državna zakladnica	22,61%
Kulczyk Holdings	13,57%
Globalna potrdila o lastništvu (depozitarna banka: The Bank of New York)	9,99%
Ostali delničarji	19,90%

Vir: TPSA, 2001.

Podobno kot pri ostalih srednjeevropskih telekomih, je iz spodnje slike razvidna velika usklajenost v gibanju tečaja Telekomunikacije Polska SA ter indeksov zahodnoevropskih ter srednje- in vzhodnoevropskih telekomunikacijskih operaterjev. Korelacijski koeficient med indeksom zahodnoevropskih telekomov in tečajem TPSA znaša 0,87, korelacijski koeficient med indeksom srednje- in vzhodnoevropskih telekomov in delnico TPSA pa 0,94. Pri tem je potrebno upoštevati, da je v zadnji indeks vključena tudi delnica TPSA.

Slika 3-4: Gibanje tečaja delnice Telekomunikacije Polska SA



Vir: Bloomberg Professional, 2001.

4 Modeli privatizacije

Kot je bilo že omenjeno, se vlade po svetu srečujejo z naraščajočim povpraševanjem po redkih javnih resursih, hkrati pa jih naraščajoča mednarodna konkurenca sili, da povečajo učinkovitost in konkurenčnost državnih podjetij. Tudi v državah v razvoju naraščajoče prebivalstvo in potrebe po privlačnejšem poslovnem okolju zahtevajo razvoj in razširitev infrastrukture. Razkorak med povpraševanjem po javnih gospodarskih storitvah in sredstvi, ki so na voljo za njihovo financiranje, je razlog, da vlade skušajo najti način za razvoj in modernizacijo infrastrukture in storitev v sodelovanju z zasebnim sektorjem. Omenjeno sodelovanje ima lahko različne oblike (Implementing privatisation, 1998):

- uporaba finančnih virov in znanja, ki ga ima zasebni sektor, za razvoj, izgradnjo in upravljanje nove infrastrukture, za kar država podeljuje koncesije (v Veliki Britaniji: Private Finance Initiative);
- delna prodaja obstoječih javnih podjetij strateškim investitorjem, institucionalnim investitorjem in malim investitorjem;
- popolna prodaja državnih podjetij zasebnim investitorjem.

Večina privatizacijskih metod in tehnik, ki so bile razvite v procesu privatizacije v Veliki Britaniji, je bila pozneje uporabljena v drugih državah. Prenos lastništva podjetij iz javnega na zasebni sektor je v Veliki Britaniji vključeval več aktivnosti: prestrukturiranje panoge in povečanje usmerjenosti na osnovno dejavnost s ciljem zmanjšati možnosti za navzkrižno subvencioniranje in povečati konkurenčnost trga; vzpostavitev regulacijskih mehanizmov v tistih panogah, kjer je pojav monopolne moči (na državni ali na lokalni ravni) neizogiben, s ciljem zagotoviti razvoj in zaščititi uporabnike ter uporaba novih tehnik prodaje državnega premoženja. Nove tehnike prodaje državnega premoženja so bile naslednje (Implementing privatisation, 1998):

- uporaba javnih prodaj delnic v velikem obsegu, ki je bila pozneje uporabljena tudi v drugih državah (npr. pri privatizaciji Deutsche Telekoma, France Telecoma in drugih);
- razvoj novih oblik obročnega plačila kupnine za delnice, pridobljene v procesu privatizacije;
- uporaba tehnike "*bookbuilding*" v procesu zbiranja ponudb za nakup, ki prodajalcu omogoča, da že pred samo prodajo pridobi cenovne informacije o povpraševanju po delnicah, ki jih prodaja.

4.1 Program privatizacije

Program privatizacije državnega premoženja se izvede v več stopnjah. Pri tem je z vidika doseganja ciljev privatizacije, kot je npr. maksimiranje izkupička od prodaje državnega premoženja, pomembno načrtovati program privatizacije kot celoto, ne pa se osredotočiti le na prodajo posameznih podjetij (Implementing privatisation, 1998). Dolgoročen program privatizacije ima številne prednosti, saj omogoča planiranje in pripravo na posamezne faze programa ter učenje na primerih. Planiranje privatizacije poteka v več korakih, ki vključujejo vzpostavitev institucionalne strukture (vključno z zakonodajo), zagotavljanje podatkov o preteklih poslovnih rezultatih podjetja (zanesljivi računovodski izkazi), razvoj ustrezne regulacijske strukture ter opredelitev razmerij med vlado in podjetjem po privatizaciji.

Prva stopnja privatizacijskega programa vključuje prodajo podjetij, ki kljub državnemu lastništvu poslujejo na trgih, kjer vlada konkurenca. Tovrstna podjetja je mogoče prodati zasebnim investitorjem taka kot so, torej brez predhodnega prestrukturiranja. Potencialni kupci so strateški investitorji (kupci velikih paketov delnic) iz iste panoge, v primeru, ko se pojavi nevarnost prevelike koncentracije v panogi, pa država svoj delež proda z javno prodajo delnic in kotacijo na borzi.

Druga stopnja programa vključuje monopolna podjetja iz panog, kot so telekomunikacije, energetika, komunala in podobno. Ta stopnja vključuje prestrukturiranje državnega monopola ter ustvarjanje konkurenčnih trgov in podjetij. Potrebna je vzpostavitev regulacijskega sistema, ki ščiti interese uporabnikov storitev. Državni monopolisti so navadno zelo velika podjetja, zato so primerni kandidati za javno prodajo delnic na organiziranem trgu (kotacija na borzi).

Tretja stopnja programa vključuje podjetja, ki ne opravljajo tržnih storitev in katerih poslovanje je odvisno od državnih subvencij. Za privatizacijo takšnih podjetij je potrebno natančno opredeliti vse dejavnosti, ki jih bo financirala država. Zasebnim podjetjem se dodelijo koncesije za opravljanje določenih storitev, država pa jim subvencionira opravljane storitev na neekonomičnih tržnih segmentih.

4.2 Metode privatizacije

Ključna odločitev, ki jo mora v okviru privatizacije sprejeti vlada, je izbira metode, s katero bo prenesla lastništvo na zasebni sektor. Na odločitev vplivajo različni ekonomski in drugi dejavniki, kot so (Jones et al., 1999):

- lastništvo podjetja v preteklosti;
- finančno stanje in konkurenčnost podjetja;
- ideološki pogledi vlade na trg in regulacijo;
- pretekla, sedanja in bodoča struktura regulacije v državi;
- potreba po izplačilu pomembnih interesnih skupin v privatizaciji;
- kredibilnost vlade pri zavezi, da bo po privatizaciji spoštovala pravice investitorjev;
- pogoji na trgu kapitala in institucionalno okolje, ki omogoča vladanje v podjetjih;
- poučenost potencialnih investitorjev;
- pripravljenost vlade, da podjetje proda tujim investitorjem.

Kompleksnost ciljev privatizacije in dejavnikov, ki vplivajo na metodo njene izvedbe, sta razlog, da so uporabljene metode zelo raznolike (Megginson in Netter, 1998). Privatizacija v širšem smislu vključuje različne aktivnosti, kot so: prodaja sredstev javnih podjetij, deregulacija, odpiranje državnega monopola večji konkurenci, "contracting out", prenos opravljanja javnih storitev na zasebni sektor, skupna vlaganja državnega in zasebnega kapitala, znižanje subvencij in zvišanje obremenitve uporabnikov. Privatizacija v ožjem pomenu pa se osredotoča predvsem na prodajo sredstev, kar je tudi predmet te naloge.

Pri privatizaciji državnega podjetja je treba imeti v mislih ustrezno organizacijsko strukturo in ustrezno lastniško strukturo, ki ju želimo doseči (Jackcon in Price, 1994). Organizacijska struktura se nanaša na stopnjo vertikalne in horizontalne integracije javnega podjetja pred in po privatizaciji. Pri tem je ena izmed možnosti predhodna privatizacija hčerinskih podjetij, medtem ko matično podjetje ostane v državni lasti oziroma je privatizirano naknadno. V zvezi z lastniško strukturo v grobem ločimo javno prodajo na delniškem trgu, prodajo managementu in zaposlenim (*Management/Employee Buy Out*) in prodajo strateškemu investitorju.

Obstaja torej več privatizacijskih metod, med katerimi so najbolj razširjene prva javna prodaja delnic na trgu kapitala (*Initial Public Offering*), prodaja strateškim investitorjem, odkup večinskega deleža s strani vodstva in/ali zaposlenih in prodaja sredstev, ki pogosto sledi likvidaciji državnega podjetja. Ena izmed možnosti je tudi podeljevanje koncesije za opravljanje storitev v imenu vlade, kjer se zasebnemu operaterju omogoči svoboda pri sprejemanju poslovnih odločitev, ki pa je omejena s smernicami in regulacijo vlade. Izbiro metode privatizacije narekuje razvitost trga kapitala v posamezni državi, zakonodaja, velikost in vrsta podjetja, ki se prodaja, in cilji, ki naj bi jih s privatizacijo dosegli (Nestor, Mahboobi, 2000). Metoda privatizacije pomembno vpliva na transparentnost procesa in politično kredibilnost, vladanje v podjetju, razvoj finančnih trgov, razvoj konkurence in na politične cilje. Pred privatizacijo se pogosto izvede preoblikovanje javnega podjetja v običajno gospodarsko družbo (*corporatisation*), kar poveča transparentnost poslovanja, saj je tako podjetje izpostavljeno pravu gospodarskih družb.

4.2.1 Javna prodaja delnic na organiziranem trgu

V splošnem dajejo boljše rezultate tiste metode privatizacije, ki temeljijo na načelu konkurence in nediskriminatornega obnašanja do bodočih lastnikov (Nestor, Mahboobi, 2000). Ena od takih metod je prva javna prodaja delnic na organiziranem trgu kapitala (IPO), pri kateri kot kupci nastopajo mali vlagatelji in/ali institucionalni investitorji. Metoda ustvarja konkurenco med potencialnimi investitorji ter dovoljuje, da ceno delnice oblikuje trg. IPO je med najprimernejšimi metodami privatizacije iz dveh razlogov. Prvič, s kotacijo delnic na organiziranem trgu je že v začetni fazi privatizacije zagotovljena večja transparentnost strukture stroškov in finančnih tokov v podjetju, kar zmanjšuje informacijsko asimetrijo med podjetjem in njegovim regulatorjem. Drugič, prisotnost na organiziranem trgu kapitala podjetju omogoči pritek svežega kapitala, ki ga potrebuje za investicije v infrastrukturo. Pogoji za uspešen IPO so: razvit trg kapitala, urejeno pravno okolje in dovolj veliko podjetje. Poleg tega IPO zahteva temeljite priprave in prestrukturiranje podjetja že pred privatizacijo. V pripravljalni fazi je realiziran tudi večji del ciljev, ki naj bi jih prineslo boljše vladanje v podjetju.

V Veliki Britaniji, ki ima največ izkušenj s privatizacijo, je država v veliki večini primerov prodala zasebnim investitorjem najmanj 51-odstotni delež ter s tem zagotovila, da ima kontrolo nad podjetjem zasebni sektor in da zadolževanje podjetja ni opredeljeno kot javni dolg. V večini primerov privatizacije v Veliki Britaniji je bil celotni delež države prodan naenkrat, kar pa ne velja za druge države (glavna omejitev pri velikosti prodaje je absorpcija delniškega trga). Poleg tega lahko prodaja državnega deleža v več tranšah prodajalcu prinese relativno večji izkupiček, o čemer priča privatizacija British Telecoma (BT), ki je potekala v treh tranšah. Prodaja 51 odstotkov lastniškega kapitala BT v letu 1984 je zbrala 3,8 milijarde funtov, medtem ko sta prodaji 26 in 21-odstotnega deleža v letih 1991 in 1993 zbrali 5,3 in 5,2 milijarde. Prodaja v več stopnjah ima za državo nekaj prednosti (Implementing privatisation, 1998):

- država kot prodajalec prejema dividende vse do popolne prodaje svojega deleža (v primeru BT je država med leti 1985 in 1993 prejela za 2,4 milijarde funtov dividend);

- v primeru, da že delna privatizacija vodi k večji učinkovitosti in profitabilnosti podjetja ter posledično k višji vrednosti delnice, lahko država za preostale delnice iztrži več, kot je bila cena delnice ob prvi prodaji;
- pri nadaljnjih prodajah je na podlagi cene delnice, ki se oblikuje na borzi, mogoče bolj natančno določiti prodajno ceno (začetni diskont je zaradi manjše informacijske asimetrije manjši).

Privatizacija je imela izjemno velik učinek na trge kapitala v Evropi. Javne prodaje delnic telekomunikacijskih podjetij na borzah so v večini primerov največje javne prodaje delnic v zgodovini posameznih držav. V Vzhodni Evropi se je razmerje med tržno kapitalizacijo in BDP v sedmih letih povečalo za 400 odstotkov, v Zahodni Evropi pa preko 70 odstotkov najbolj likvidnih delnic predstavljajo delnice privatiziranih družb.

Javna prodaja delnic na organiziranem trgu je najbolj kompleksen način prodaje državnega deleža. Javna prodaja zahteva tudi storitve finančnih, računovodskih in pravnih svetovalcev ter strokovnjakov za stike z javnostjo, ki vladi pomagajo pri naslednjih aktivnostih (Implementing privatisation, 1998):

- določanje ustrezne strukture kapitala podjetja, kar včasih vključuje odpis ali reprogramiranje obstoječega dolga. Na strukturo kapitala vpliva več dejavnikov, kot so: značilnosti dejavnosti podjetja v kratkoročnem in srednjeročnem obdobju, najbolj verjeten dolgoročni razvoj trga na katerem posluje podjetje, diverzifikacija podjetja, predvideno povečanje učinkovitosti in regulacija cen.
- priprava revidiranih računovodskih izkazov.
- priprava ustreznega prospekta za javno prodajo delnic, ki ustreza zahtevam organiziranih trgov, na katerih se bo z delnicami trgovalo.
- uporaba ustreznih metod prodaje delnic malim in institucionalnim investitorjem, kot so: oglaševanje, direktna prodaja, predstavitvene analize, javne predstavitve (*road show*) in druge.
- zbiranje ponudb potencialnih investitorjev pri različnih cenah in količinah v samem procesu prodaje delnic (*bookbuilding*). Na ta način se ne določi fiksne cene delnice že pred prodajo, temveč je cena odvisna od zanimanja v procesu zbiranja ponudb.
- postavitve ustrezne cene delnice in razdelitev delnic med investitorje.

Od srede osemdesetih let, ko so potekale prve privatizacije javnih podjetij v Veliki Britaniji, so se razvile številne izboljšave tradicionalnih metod prodaje. *Bookbuilding* je način prodaje institucionalnim investitorjem, ki je v privatizacijskih prodajah nadomestil prvo javno prodajo delnic po fiksni ceni z obveznostjo odkupa (*underwriting*). Podobno se je razvila vrsta metod, ki so omogočile vključitev velikega števila malih investitorjev ("*share shops*").

Usmerjenost javnih prodaj na male investitorje je v osemdesetih letih dvignila število zasebnih delničarjev s 3 na 10 milijonov in povečala privlačnost naložb v delnice kot vrste prihrankov. Tako se je povečala tudi tržna kapitalizacija in likvidnost delniških trgov. Za vzpodbujanje lastništva malih delničarjev so bile uporabljene različne vzpodbude (Stein, 1994):

- možnost odplačila delnic v več obrokih.
- bonus v obliki dodatnih delnic (njihovo število je določeno proporcionalno glede na začetno število delnic) za tiste delničarje, ki kupljene delnice držijo določeno obdobje, navadno tri leta, ne da bi jih prodali in realizirali kapitalske dobičke.
- diskont pri plačilu drugega in tretjega obroka kupnine za tiste delničarje, ki kupljene delnice držijo določeno obdobje.
- pri prodajah nekaterih podjetij (telekomunikacije, distribucija elektrike in plina) so bili delničarjem, ki v določenem obdobju niso prodali delnic, izdani certifikati, s katerimi so lahko podjetju, katerega delničarji so bili, poravnali račune za opravljene storitve.

Masovna privatizacija telekomunikacijskih podjetij, ki je bila izvedena v tranzicijskih gospodarstvih Srednje in Vzhodne Evrope, je po značilnostih investitorjev, katerim je namenjena (mali vlagatelji, razpršeno lastništvo), zelo podobna javni prodaji na organiziranem trgu. Navadno je del modela, ki vključuje prodajo kontrolnega deleža nacionalnega telekomunikacijskega operaterja enemu od zahodnih telekomov, preostali delež (ali del preostanka) pa država privatizira z zameno za lastniške certifikate (vaučerska privatizacija).

Vsaka vlada, ki se odloči prodati svoj delež z metodo javne prodaje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, se sooči s tremi skupki odločitev, ki so medsebojno povezane (Jones et al., 1999): (1) kako prenesti kontrolo nad podjetjem na bodoče lastnike; (2) kakšno ceno postaviti za deleže, ki se prodajajo; (3) kako razdeliti delnice med potencialne investitorje?

Odločitev v zvezi s prenosom lastništva pomeni izbiro med prodajo državnega deleža naenkrat (ena sama ponudba) in prodajo tega deleža v zaporedju več javnih ponudb. Če vlada izbere zadnjo obliko, je potrebno določiti deleže, ki bodo prodani v posameznih stopnjah prodaje. Opcija, ki jo lahko uporabi vlada, so različne omejitve v izvajanju kontrole zasebnih investitorjev nad podjetjem po privatizaciji (npr. zlata delnica države).

Odločitev o ceni zajema določanje višine začetnega diskonta in določanje načina oblikovanja cene (oblikovanje cene z zbiranjem ponudb, *book-building*, določitev fiksne cene pred ponudbo). Če se vlada odloči za fiksno ceno, je pomembno, ali le-to objavi tik pred prodajo ali že nekaj tednov pred njo.

Odločitev o razdelitvi (alokaciji) delnic pomeni, da se vlada predhodno odloči, ali bo privilegirala določeno skupino investitorjev (npr. domači investitorji, zaposleni) pred drugimi. Poleg potencialnih investitorjev se privilegirani položaji lahko nanašajo tudi na svetovalce in izvajalce prodaje (*underwriter*).

4.2.2 Prodaja delnic na mednarodnem trgu kapitala

Prodaja delnic na mednarodnem trgu je danes poleg vstopa strateškega partnerja in javne prodaje na domačem trgu že precej uveljavljena metoda privatizacije telekomunikacijskih podjetij. Glavne prednosti mednarodne prodaje so naslednje (Mustafa in Fink, 1998):

- večja globina in večja likvidnost trga, kar je pri telekomunikacijskih podjetjih zaradi njihove velikosti zelo pomembno (problem absorpcije domačega trga);
- širši krog investitorjev in bolj aktivno trgovanje z delnico;
- kontinuirano vrednotenje podjetja s strani (tujih) tržnih analitikov;
- povečana odgovornost managerjev za finančne rezultate;
- večja transparentnost poslovanja, ki jo zahtevajo računovodski standardi in zahteve po razkritju cenovno občutljivih informacij na tujih trgih.

Kadar se podjetja odločijo za kotacijo svojih delnic na tuji borzi, morajo izdati potrdila o lastništvu (*Depositary Receipt*, DR). Potrdila o lastništvu predstavljajo delnice podjetja, ki jih hrani t.i. skrbniška banka, z njimi pa se trguje na tujem trgu kapitala. Tuji investitorji tako lažje ocenijo vrednost delnic, kot če bi se z njimi trgovalo le na lokalnem delniškem trgu, poleg tega pa se pri investiranju soočajo z nižjimi transakcijskimi stroški. Obstaja več tipov potrdil o lastništvu. Z globalnimi potrdili o lastništvu (*Global Depositary Receipt*, GDR) se navadno trguje na borzah zunaj ZDA, največkrat v Londonu, ali pa na t.i. OTC trgu v ZDA.

Podjetju, ki izda GDR, ni potrebno pripravljati računovodskih izkazov v skladu z ameriškimi računovodskimi standardi (*U.S. Generally Accepted Accounting Principles*, GAAP) in objavljati informacij o poslovanju v skladu z zahtevami ameriške komisije za trg vrednostnih papirjev (*Securities and Exchange Commission*, SEC). Globalna potrdila o lastništvu omogočajo izdajateljem kotacijo na mednarodnih trgih, ne da bi pri tem bistveno spremenili način objavljanja informacij. Podjetja, ki želijo svoje vrednostne papirje uvrstiti na ameriško borzo, pa morajo izdati ameriška potrdila o lastništvu (*American Depositary Receipt*, ADR) in objavljati informacije o poslovanju v skladu z zahtevami GAAP in SEC. Tako GDR kot ADR pa morajo zadostiti zahtevam borze na katero so uvrščene. V potrdila o lastništvu vlagajo in z njimi trgujejo predvsem institucionalni investitorji.

Proces izdaje potrdil o lastništvu se navadno začne z imenovanjem finančnega svetovalca, ki je navadno mednarodna investicijska banka. Svetovalec med drugim določi število delnic izdajatelja, ki jih predstavlja posamezno potrdilo (t.i. razmerje potrdila o lastništvu). Razmerje je določeno tako, da je cena potrdila primerljiva s cenami delnic na trgu, kjer kotira. Svetovalec v državi, kjer kotirajo potrdila, imenuje depozitarno banko, v državi izdajatelja pa skrbniško banko. Depozitarna banka skrbi za uveljavljanje lastniških pravic imetnikov potrdil o lastništvu in vodi register imetnikov potrdil. Podjetje – izdajatelj določi število delnic, ki bodo uvrščene na mednarodni trg in jih izroči skrbniški banki. Ta delnice hrani v imenu depozitarne banke, ki izda potrdila o lastništvu in jih izroči izvajalcem prve prodaje vrednostnih papirjev z obveznostjo odkupa (*underwriting syndicate*). Kljub temu, da se s potrdili o lastništvu trguje le na tujem trgu vrednostnih papirjev, pa možnost arbitraže med obema trgoma minimizira razliko v ceni.

4.2.3 Prodaja večjih deležev tretjim osebam (trade sale)

Glede na potencialnega kupca je mogoče ločiti več oblik prodaje večjega lastniškega deleža (Jackson in Price, 1994):

- prodaja kontrolnega deleža strateškemu investitorju, ki jo navadno spremlja njegova zaveza k investiranju in novemu managementu. Prodaja strateškemu investitorju lahko služi kot predhodna priprava podjetja na kotacijo na borzi;
- ponudba obstoječih managerjev in/ali zaposlenih za odkup državnega deleža, poznana kot MBO (*management buy-out*) ali MEBO (*management-employee buy-out*);
- nakup celotnega podjetja s strani posameznega investitorja, navadno iz iste dejavnosti.

Prodaja strateškemu investitorju pomeni, da se velik del podjetja proda tretji osebi, ki je ponavadi mednarodno podjetje z enako dejavnostjo, pri čemer se kupec zaveže k izvedbi obsežnih investicijskih programov in izboljšanju kvalitete storitev. Strateški prodaji v večini primerov sledi prodaja dela delnic zaposlenim (kot kompenzacija za izgubo pogosto privilegiranega statusa državnih uslužbencev) in kotacija na lokalnem delniškem trgu.

Prodaja deleža strateškemu investitorju je za razliko od javne prodaje manj konkurenčna metoda, ki se pogosto uporablja pri manjših podjetjih ali podjetjih ki ne ustrezajo pogojem za borzno kotacijo. Primer omejevanja konkurence med potencialnimi investitorji so implicitne ali eksplicitne omejitve za vstop tujega kapitala. Prednosti prodaje strateškim investitorjem pa sta pritok tujega znanja in manjša odvisnost od nihanj na trgu kapitala in plitkosti tega trga.

Model privatizacije v praksi navadno vključuje tako javno prodajo na organiziranem trgu kot strateško prodajo, ni pa presenetljivo, da je prodaja strateškim investitorjem bolj priljubljena v državah v razvoju, medtem ko je v razvitem svetu večji delež javnih prodaj na organiziranem trgu. Strateški investitor v podjetje prinese svež kapital, znanje in boljše vodenje, kar so resursi, ki jih v manj razvitih državah primanjkuje. Časovno gledano pa je v porastu delež javnih prodaj na organiziranem trgu (Nestor, Mahboobi, 2000).

Pri odkupu s strani vodstva (MBO) pride do koncentracije lastništva, kar vodstvo doseže z uporabo finančnega vzvoda. Dvig učinkovitosti takega podjetja je posledica večjih vzpodbud za managerje, ki so hkrati lastniki podjetja, in večjega nadzora s strani upnikov (Jackson in Price, 1994). Vključitev zaposlenih v lastništvo dodatno poveča njihov napor ter zmanjša potrebo za nadziranje njihovega dela. To še zlasti velja za dejavnosti, ki zahtevajo visoko usposobljenost zaposlenih, kamor lahko štejemo tudi telekomunikacije. Privatizacija v Veliki Britaniji je vzpodbujala zaposlene k pridobitvi in zadržanju delnic privatiziranih podjetij, pri čemer so bile uporabljene različne vzpodbude, kot je brezplačna razdelitev delnic ali nakup z diskontom ob sami privatizaciji (takoj po privatizaciji so zaposleni pridobili v povprečju 5 odstotkov delnic podjetja) in dolgoročni programi lastništva zaposlenih.

Rezultat privatizacije naj bi bilo podjetje, ki sledi novim idejam ter je sposobno uvajanja neprestanih sprememb in prilagajanja na razmere v panogi. Tako večji del teorije kot empirični rezultati potrjujejo domnevo, da zasebna podjetja v večini primerov dosegajo boljše rezultate od državnih. Lastnike zasebnih podjetij lahko glede na njihovo povezavo s podjetjem delimo na zunanje lastnike (osebe, ki niso povezane s podjetjem, kot so banke, investicijski skladi, tuji investitorji, itd.) in notranje lastnike (zaposleni v podjetju in managerji podjetja). V razvitih gospodarstvih, pa tudi v vodilnih tranzicijskih gospodarstvih (Češka, Madžarska, Poljska) je

velika večina podjetij v lasti zunanjih investorjev, medtem ko je za države bivše Sovjetske zveze značilno prevladujoče notranje lastništvo. Zastavlja se vprašanje, ali so z vidika poslovnih rezultatov podjetja boljši notranji ali zunanji lastniki.

Notranji lastniki so v splošnem manj naklonjeni spremembam in prestrukturiranju podjetja kot zunanji. Zunanji lastniki (zlasti strateški investitorji) so v večji meri prinašalci novih idej v zvezi s poslovanjem podjetja v spremenjenem okolju in lažje priskrbijo finančne vire. Nasprotno pa so notranji lastniki manj verjeten vir radikalno novih idej in imajo manjšo sposobnost zagotavljanja virov financiranja. Razvoj v srednjeevropskih tranzicijskih gospodarstvih kaže, da zunanje lastništvo na dolgi rok prinese globlje prestrukturiranje podjetja in posledično boljše rezultate kot notranje lastništvo.

4.3 Izbira modela privatizacije

Model privatizacije je kombinacija metod privatizacije in se oblikuje v skladu z razmerami in cilji. Večina privatizacijskih modelov v nasprotju s primarno prodajo oziroma izdajo novih delnic vključuje sekundarno prodajo delnic. To pomeni, da izkupiček od prodaje ni na voljo podjetju za investicije, temveč ga v celoti iztrži država kot prodajalec podjetja.

Privatizacija navadno ni popolna, temveč delna, kar pomeni, da država v podjetju obdrži določen delež. Že delna privatizacija prinese določene pozitivne rezultate, saj se poveča vrednost podjetja in fleksibilnost virov financiranja, povečajo se možnosti za nagrajevanje v skladu z rezultati (delniške opcije), pojavi se cilj maksimiranja premoženja delničarjev ter obveznost objave finančnih podatkov, ki velja za podjetja, katerih delnice so uvrščene na organiziran trg. Pogoj za uspešno delno privatizacijo je zaupanje investorjev državi, da ne bo v podjetju uveljavljala svojih ciljev na račun njihovih.

Izbira ustreznega modela privatizacije je kompleksen problem, v okviru katerega je treba odgovoriti na vrstno vprašanje: kdaj privatizirati podjetje (timing), koliko časa naj traja proces, ali je potrebna privatizacija v več stopnjah in ali je potrebno podjetje pred prodajo prestrukturirati? Pojavlja se tudi vprašanje, ali so tuja državna podjetja primerni kupci pri privatizaciji. Pri tem je treba biti še zlasti pozoren na investicijske omejitve, ki so jim le-ta izpostavljena, saj imajo te pomemben vpliv tudi za razvoj in investicije v odvisnih podjetjih.

V državah v razvoju, kjer primanjkuje tako znanja kot finančnih virov za izboljšanje tehnologije in kakovosti storitev, privatizacija javnih podjetij pogosto vključuje uvoz kapitala in znanja iz bolj razvitih gospodarstev (Jackson in Price, 1994). V praksi to pomeni prodajo kontrolnega deleža nacionalnega telekoma enemu od operaterjev iz razvitih držav v zameno za relativno visoko prodajno ceno in zagotovila o posodobitvi in razširitvi storitev po prevzemu. Vlada po prodaji večjega deleža strateškemu investitorju delno ali v celoti proda preostali delež v telekomu na lokalnem trgu kapitala in tako pomembno pomaga pri razvoju delniškega trga ter v čim večji meri razširi preostalo lastništvo med državljanje.

Najbolj popularni metodi privatizacije sta javna prodaja državnega podjetja na borzi in prodaja večjih deležev ožjemu krogu zasebnih kupcev. Poraja se vprašanje, kateri dejavniki vplivajo na izbiro ene od alternativnih privatizacijskih metod. Ločiti je mogoče tri skupine dejavnikov (Megginson et al., 2000):

- tržni dejavniki (značilnosti trga in potencialnih investitorjev);
- politično (cilji vlade) in pravno (institucionalno) okolje;
- specifični dejavniki pri posameznem podjetju.

4.3.1 Tržni dejavniki

Tržni dejavniki se nanašajo na razvitost trga kapitala in neenakost v dohodkih prebivalstva (Megginson et al., 2000). V državah s sorazmerno primitivnimi trgi kapitala so možnosti za uspeh javne prodaje delnic državnih podjetij na borzi slabše, saj je težje najti kupce. Za uspeh javne prodaje na manj razvitih trgih kapitala je potreben večji začetni diskont (večja podcenjenost delnic), kar je posledica manjše likvidnosti trga in večje negotovosti v zvezi z notranjo vrednostjo delnice (manj primerljivih podjetij, manj mnenj analitikov). Višji stroški javne prodaje na slabo razvitih trgih kapitala torej kažejo na prednost metode prodaje manjšemu krogu investitorjev pred javno prodajo.

Javne prodaje delnic državnih podjetij pa lahko vladi služijo tudi kot vzvod za ustvarjanje delničarjev v tistem delu prebivalstva, ki sicer nikoli prej ni vlagal svojih prihrankov v delnice. Razpršitev lastništva delnic med prebivalstvom in promocija "kulture delničarstva" je pogosto eden od pomembnih ciljev privatizacijskih programov. Dejansko so bile v preteklosti privatizacije državnih podjetij glavno gonilo delniških trgov in povečanja števila aktivnih investitorjev v številnih državah. Privatizacijskim javnim prodajam pripisujejo t.i. učinek "snežene kepe", saj uspešno izvedene prve prodaje delnic povečajo likvidnost trga in vzpodbudijo nova podjetja za kotacijo delnic na borzi ter tako pospešijo razvoj trga kapitala.

Privatizacija z javno prodajo dodatno vzpodbuja tudi samo vlado, da tudi v prihodnosti sledi tržno usmerjeni ekonomski politiki in zmanjšuje možnosti bodočih vlad, da ustavijo proces privatizacije ali ga celo obrnejo v nasprotno smer (nacionalizacija). Uspešne javne prodaje namreč med državljani ustvarjajo tisoče delničarjev, kar v primeru oškodovanja ali omejevanja njihovih pravic za vlado pomeni precejšnje politično tveganje. Razpršeno lastništvo po privatizaciji deluje kot zavarovalna policia proti ponovni nacionalizaciji podjetja. V nasprotju z javno prodajo pa za proces prodaje manjšemu krogu večjih investitorjev ni značilna tolikšna ireverzibilnost. Strateški investitorji so navadno tuja podjetja ali bogati posamezniki, ki so bolj verjetne žrtve vlad, usmerjenih v nacionalizacijo zasebnega premoženja.

Večja neenakost dohodkov prebivalstva govori v prid privatizaciji z metodo prodaje ožjemu krogu investitorjev. Pri prodaji z metodo javne ponudbe delnic je v primeru, da so dohodki ciljnih investitorjev nizki, potreben večji diskont na ponujene delnice. Tudi empirični rezultati potrjujejo, da je v državah z večjo neenakostjo dohodkov lastništvo podjetij bolj koncentrirano.

4.3.2 Politično in institucionalno okolje

Politično in pravno okolje ima pomemben vpliv na izbiro ustrezne privatizacijske metode. Raven zaščite lastniških pravic in pravic delničarjev ter dolgoročna zaščita obligacijskih (pogodbenih) razmerij so v ožji povezavi z razvitostjo trga kapitala. Čim bolj so zaščitene lastniške pravice in čim večje je pravno varstvo obligacijskih razmerij, tem bolj verjeten je uspeh prodaje državnega podjetja ožjemu krogu kupcev (Megginson et al., 2000). Razlog je, da v primeru prodaje majhnemu številu kupcev morajo le-ti imeti zagotovilo, da bo vlada spoštovala njihove lastniške pravice in pogodbeno razmerja (manjša možnost oportunističnega obnašanja vlade). To zagotovilo je potrebno zaradi sorazmerno nizke politične moči majhnega števila kupcev v primerjavi s tisoči privatizacijskih delničarjev, ki se pojavijo v primeru javne ponudbe.

Poleg ustreznih zakonov, ki zagotavljajo varstvo lastniških pravic, pa je potrebna tudi njihova učinkovita implementacija v praksi. Stopnja varstva investitorjev je torej odvisna od moči zakonov in učinkovitosti ustreznih institucij pri njihovem uveljavljanju.

4.3.3 Značilnosti podjetja

Med dejavniki, ki so specifični za posamezno podjetje, velja omeniti velikost podjetja in njegovo donosnost (podobno kot pri prvi javni prodaji zasebnih podjetij). Pri večjih podjetjih je javna prodaja na borzi bolj verjetna kot pri manjših, kar je posledica omejitev, ki jih postavlja globina organiziranega trga kapitala in večjih informacijskih stroškov pri malih podjetjih (Megginson et al., 2000). Prav stopnja informacijske asimetrije pri prodaji podjetja določa začetni diskont in tako posredno vpliva na izbiro ustrezne metode prodaje. Kljub vsemu je učinek informacijske asimetrije pri prvi prodaji delnic državnih podjetij v povprečju manjši kot pri prvi prodaji delnic zasebnih podjetij (Jones et al., 1999). Državna podjetja so navadno starejša in javnosti sorazmerno bolje poznana kot zasebna.

V primeru prodaje zelo velikih podjetij se pojavi tudi omejitev v zvezi s finančnimi sredstvi, ki jih lahko zbere manjše število strateških investitorjev, zlasti če gre le za domače kupce. V tem primeru je edina izvedljiva metoda javna prodaja na organiziranih trgih (primeri: British Telecom, Deutsche Telekom, France Telecom in drugi).

Pomemben dejavnik izbire privatizacijske metode je pričakovano poslovanje podjetja po privatizaciji. Zlasti prodaje, ki se zgodijo v začetku izvajanja privatizacijskega programa, imajo pomemben učinek na uspeh nadaljnjih prodaj in uspeh celotnega programa, zato morajo biti "zgodbe o uspehu". Prodaje strateškim investitorjem so za razliko od javnih prodaj v večji meri skrite javnosti, oziroma je ta manj pozorna na dogajanje po privatizaciji. Posledica je, da je podjetja s svetlejšo prihodnostjo ustrežneje prodati z javno prodajo, medtem ko je za bolj vprašljiva podjetja primernejša prodaja ožjemu krogu kupcev.

Na izbiro metode prodaje vpliva tudi dejavnost podjetja. Vlade so pri privatizaciji strateških panog, kot so oborožitvena industrija, jeklarstvo, komunikacije, bančništvo, transport in

energetika nasploh obotavljive, še zlasti pa v zvezi z vstopom tujih lastnikov. Strateške prodaje v splošnem dajejo vladi večjo diskrecijsko pravico pri izbiri kupcev, zato so javne prodaje v strateških panogah manj pogoste.

4.4 Načini regulacije privatiziranih podjetij

Regulacija privatiziranega telekomunikacijskega operaterja vključuje eno ali več oblik (Bortolotti et al., 2001). Prva oblika regulacije je ustanovitev neodvisne regulacijske institucije, ki nadzira telekomunikacijski sektor in skrbi, da novi tekmeči niso izpostavljeni vstopnim oviram, ki jih postavlja dominantni operater. Država se pri ustanavljanju regulatorja srečuje z izzivom, kako zagotoviti strokoven in kompetenten kader ter mu dati ustrezna sredstva in pooblastila, ki jih potrebuje za nadzor na novo privatiziranega sektorja.

Druga oblika regulacije, katere cilj je zagotoviti vzpostavitev konkurence, je postavitvev pravil in cen dostopa tretjih oseb do omrežja, ki ga upravlja dominantni operater. Regulacija dostopa do omrežja glavnega operaterja je pomembna iz več vzrokov. Prvič, ker v večini primerov podvajanje obstoječega omrežja ni ekonomsko racionalno, je novim ponudnikom storitev potrebno omogočiti dostop do omrežja po "pošteni ceni". Pri postavitvi cene uporabe omrežja je regulator postavljen pred dilemo. Postavitvev previsoke cene zavira razvoj konkurence in dominantnemu operaterju omogoča nadpovprečne dobičke, medtem ko prenizka cena ne pokrije stroškov operaterja omrežja. Prenizka cena demotivira glavnega operaterja za investicije v posodobitev in razširitev omrežja, kar ima neposredne posledice na kakovost storitev v panogi.

Tretja oblika regulacije vključuje postavitvev pravil določanja cen storitev in vzpostavitev nadzora nad cenami s strani ustreznega organa/agencije. Model RPI-X je bil uveljavljen po privatizaciji British Telecoma v letu 1984, pozneje pa je bil posneman tudi v drugih državah. Regulator z zviševanjem vrednosti X prisili operaterja k znižanju realnih cen storitev in mu ob zniževanju stroškov dopušča, da poveča donosnost. V primeru, da so potrebne velike investicije v posodobitev omrežja, se cene določajo bolj "radodarno" (Einhorn, 1991).

4.5 Privatizacija in konkurenca

Kot je bilo že omenjeno, je pri proučevanju vpliva privatizacije na rezultate podjetij težko izločiti vpliv, ki ga ima na učinkovitost povečanje konkurence v nekdanjem javnem sektorju. Nekateri boljše rezultate podjetij pripisujejo predvsem večji konkurenci, manj pa spremembi lastništva. Uvedbo konkurence je sicer mogoče uvesti pred, med ali po privatizaciji javnega podjetja (Nestor, Mahboobi, 2000).

Primer liberalizacije trga pred privatizacijo je finski telekomunikacijski operater Sonera, ki se je že pred privatizacijo uspešno soočil s konkurenco tako na področju fiksne kot mobilne telefonije. Podjetje je že pred privatizacijo polovico prihodkov ustvarilo na zelo konkurenčnem trgu mobilne telefonije. Glavne spodbude za privatizacijo Sonere so se pojavile v samem podjetju, saj si je to želelo predvsem več svobode pri financiranju. Kadar so javna podjetja izpostavljena

konkurenci zasebnih podjetij že pred privatizacijo, se pojavita dva problema. Državna podjetja imajo bolj rigidno finančno strukturo (v glavnem so financirana z dolgom), medtem ko imajo zasebna podjetja več svobode pri oblikovanju optimalne strukture kapitala in pridobivanju novih virov financiranja. Na drugi strani pa je na dolg državnih podjetij mogoče gledati kot na javni dolg, katerega stroški so v primerjavi z dolgom zasebnih podjetij nižji. V investicijsko intenzivnih dejavnostih, kot so telekomunikacije, prednost državnih podjetij pri pridobivanju cenejšega dolžniškega kapitala lahko pomeni precejšnjo vstopno oviro za zasebna podjetja. Glavni razlog za privatizacijo državnih podjetij, ki že delujejo v konkurenčnih panogah, je torej omogočiti enak dostop do trgov kapitala vsem podjetjem v panogi.

Konkurenčne razmere je mogoče uveljaviti tudi med samo privatizacijo. Pri tem je pomembna ločitev med dejavnostmi, v katerih vlada naravni monopol, in tistimi, kjer vladajo konkurenčne razmere. V primeru, ko državno podjetje (operater infrastrukture) deluje v obeh skupinah dejavnosti, je potrebno zagotoviti vsaj organizacijsko in računovodsko ločitev obeh skupin aktivnosti znotraj podjetja. Nacionalni operater, ki deluje tako na monopolnih kot na konkurenčnih trgih, namreč izkorišča svoj dominantni položaj na monopolnem trgu za navzkrižno subvencioniranje svojih aktivnosti na konkurenčnih trgih.

Na področju komunikacijskih storitev je imela večina držav telekomunikacijske storitve integrirane s poštnimi storitvami. Pred privatizacijo pa so obe dejavnosti razdelili v ločeni podjetji, privatizacija telekomunikacij pa je potem potekala pred privatizacijo poštne dejavnosti. Pri tem je bil poleg različne stopnje konkurence na obeh trgih bolj ali manj utemeljen razlog za privatizacijo telekomunikacij pred pošto tudi zagotavljanje univerzalnih storitev. Pri telekomunikacijah naj bi namreč to vlogo lažje prevzel zasebni kapital kot pri pošti. Primer takšnega pristopa je Nemčija, kjer sta pošta in telekomunikacije pred letom 1989 delovala kot državni monopol. Leta 1989 se je zgodila prva reforma, ki je začela s prestrukturiranjem in ločevanjem javnih in podjetniških funkcij. Druga reforma v letu 1994 je dokončno ločila javne in podjetniške funkcije in preoblikovala telekom, pošto in poštno banko v delniške družbe. V letu 1996 se je začela tretja reforma, ki je popolnoma liberalizirala celoten telekomunikacijski trg v Nemčiji. V letih od 1996 do 2000 je sledila postopna privatizacija Deutsche Telekom AG z javno ponudbo delnic.

Uvedbo konkurence in liberalizacijo trgov je mogoče preložiti tudi na obdobje po privatizaciji. To rešitev zagovarjajo tudi sami operaterji, ker jih privatizacija ob ohranitvi monopolnega položaja na domačem trgu okrepi ter jim omogoči širitev na tuje trge in povečevanje premoženja svojih delničarjev. Uvajanje konkurence pred in med privatizacijo pa ima številne negativne posledice. Prvič, liberalizacija trga zniža premoženje delničarjev prevladujočega operaterja, ki v primeru javne prodaje delnic predstavljajo velik del javnosti. Zmanjša se tudi pripravljenost za investiranje v nadaljnjih fazah privatizacije, saj se investitorji počutijo ogoljufane. V primeru monopolnega operaterja se pojavi tudi t.i. *"too big too fail"* efekt, ki vzpodbuja oportunistično obnašanje managerjev (moralni hazard). Privatizacija monopolov v infrastrukturnih dejavnostih tudi ob primerni državni regulativi sicer lahko poveča učinkovitost na ravni podjetja, z vidika nacionalnega interesa pa je vprašljiva, ker koristi določenim skupinam (delničarji, managerji) na račun uporabnikov storitev in zaposlenih.

4.6 Privatizacija in liberalizacija telekomunikacij v Sloveniji

Temeljne usmeritve politike telekomunikacij v Sloveniji vsebuje NPRTel, ki ugotavlja, da so telekomunikacije privlačna in rentabilna panoga, ki je v liberaliziranih in stabilnih okoljih sposobna sama skrbeti tudi za potrebna vlaganja. Financiranje iz proračuna ali iz podobnih virov za vzpodbujanje nadaljnjega razvoja telekomunikacij v takih razmerah ni primerno, temveč je treba zagotoviti pogoje delovanja, ki bodo privlačni za vlagatelje.

Načelni cilji politike telekomunikacij in njenega nadaljnjega razvoja v Sloveniji so naslednji (NPRTel, 2000): (1) z dolgoročnim, stabilnim in pospešenim razvojem telekomunikacij v Sloveniji zagotoviti zanesljive telekomunikacijske storitve, katerih ponudba bo usklajena s pričakovani uporabnikov in potrebami informacijske družbe; (2) zagotoviti dostopnost univerzalnih telekomunikacijskih storitev vsem po dostopnih cenah; (3) ščititi interese potrošnikov in drugih uporabnikov telekomunikacijskih storitev vključno z zaščito telekomunikacijske tajnosti in zasebnosti; (4) zagotoviti in pospeševati učinkovitost in tekmovanje med operaterji; (5) spodbujati razvoj in uvajanje novih storitev, raziskav in inovacij v telekomunikacijah; (6) zagotoviti učinkovito rabo radiofrekvenčnega spektra in telekomunikacijskega oštevilčenja; (7) zagotoviti delovanje telekomunikacij in opravljanje storitev ob naravnih nesrečah, v času izrednega stanja in vojne; (8) zaščita nacionalno-varnostnih interesov države.

NPRTel predvideva postopno doseganje naštetih načelnih ciljev preko doseganja delnih, preglednih in oprijemljivih ciljev, med katerimi je tudi cilj začeti prvo fazo postopne privatizacije državnega deleža v telekomunikacijah in jo v čim večji meri dokončati v letu 2000. Kljub temu, da je omenjeni rok že mimo, privatizacija telekomunikacij ostaja eden od pomembnejših delnih ciljev na poti doseganja načelnih ciljev telekomunikacijske politike.

4.6.1 Privatizacija javnih podjetij v Sloveniji

Privatizacija javnih podjetij v Sloveniji poteka v dveh stopnjah. V prvi stopnji, ki jo ureja Zakon o gospodarskih javnih službah (ZGJS), ki je začel veljati 2.7.1993, je prišlo do delnega podržavljenja družbene lastnine.

Javno podjetje v Sloveniji opredeljuje ZGJS kot eno od oblik izvajanja gospodarskih javnih služb. Z gospodarskimi javnimi službami se zagotavljajo materialne javne dobrine (obvezne ali izbirne) kot proizvodi in storitve, katerih nemoteno proizvodnjo v javnem interesu zagotavlja Republika Slovenija oziroma občina ali druga lokalna skupnost zaradi zadovoljevanja javnih potreb, kadar in kolikor jih ni mogoče zagotavljati na trgu. Pri zagotavljanju javnih dobrin je pridobivanje dobička podrejeno zadovoljevanju javnih potreb. ZGJS dovoljuje naslednje oblike zagotavljanja javnih služb: režijski obrat, javni gospodarski zavod, javno podjetje, dajanje koncesij osebam zasebnega prava in vlaganje javnega kapitala v dejavnost oseb zasebnega prava.

Javna podjetja kot ena izmed oblik zagotavljanja javnih služb se pojavljajo v primeru, kadar gre za opravljanje ene ali več gospodarskih javnih služb večjega obsega ali kadar to narekuje narava monopolne dejavnosti, ki je določena kot gospodarska javna služba, gre pa za dejavnost, ki jo je mogoče opravljati kot profitno. Gospodarske javne službe se financirajo s ceno javnih dobrin, iz proračunskih sredstev in iz drugih virov. Javno podjetje ustanovi Vlada oziroma lokalna skupnost kot podjetje v lasti republike ali lokalne skupnosti ali pa se ustanovi z vložki zasebnega kapitala, če to ni v nasprotju z javnim interesom, zaradi katerega je ustanovljeno. Ustanovitelj javnega podjetja med drugim odloča tudi o cenah oziroma tarifah za uporabo javnih dobrin. Ustanovitelj tudi imenuje in razrešuje direktorja javnega podjetja na podlagi javnega razpisa in pod pogoji, na način in po postopku, določenem s statutom. Za vsa vprašanja, ki se nanašajo na položaj javnega podjetja in ki jih ZGJS posebej ne ureja, se uporabljajo predpisi, ki urejajo položaj podjetij oziroma gospodarskih družb. Javno podjetje tako vodi računovodstvo po določilih zakona, ki ureja gospodarske družbe.

Primerjava organizacijske oblike javnih podjetij v Sloveniji in Evropski Uniji razkriva dve glavni posebnosti slovenskih javnih podjetij. Prvič, javna podjetja obstajajo samo v javnih storitvah. Ostala profitno usmerjena podjetja delujejo v skladu z Zakonom o gospodarskih družbah. Drugič, javno podjetje v Sloveniji ima ožji pomen kot v Evropski Uniji, kjer ima lahko obliko državnega podjetja, podjetja, ki ga sponzorira država, ali podjetja, katerega lastnik je država. Javno podjetje v Sloveniji, ki je le ena od oblik opravljanja javnih storitev, deluje z namenom ustvarjanja dobička in je najbližje evropskemu podjetju, katerega lastnik je država (Hrovatin, 1996).

4.6.2 Prva faza privatizacije javnih podjetij

V prvi fazi transformacije lastništva javnih podjetij je prišlo najprej do nacionalizacije njihove infrastrukture, nato pa je bil družbeni kapital razdeljen med državo in t.i. družbeni kapital. Družbeni kapital je po ZGJS razlika med vrednostjo sredstev podjetja (celotna aktiva) ter vrednostjo obveznosti podjetja, vključno z obveznostmi do pravnih in fizičnih oseb na podlagi trajnih vlog teh oseb v podjetje in obveznostmi do denacionalizacijskih upravičencev. V celotno aktivo se ne vštevja infrastruktura, katere lastnik je postala republika. Deleži družbenega kapitala, ki po določbah ZGJS postane lastnina republike, se ugotavljajo glede na povprečni odstotek sredstev, pridobljenih v okviru financiranja preko samoupravnih interesnih skupnosti oziroma financiranja javne porabe v prihodkih podjetja v zadnjih desetih letih. Podjetje je postalo javno podjetje v primerih, kjer je država pridobila vsaj 51-odstotni delež. Preostalih 49 odstotkov družbenega kapitala se je lastniško preoblikovalo po Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPP, 1992).

Lastninsko preoblikovanje podjetja po ZLPP pomeni spremembo podjetja z družbenim kapitalom v podjetje z znanimi lastniki na celotnem trajnem kapitalu preoblikovanega podjetja. Podjetje pri tem izda delnice na podlagi vrednosti iz otvoritvene bilance. Načini preoblikovanja podjetij po ZLPP so: prenos navadnih delnic na sklade, interna razdelitev delnic, notranji odkup delnic, prodaja delnic podjetja, prodaja vseh sredstev podjetja, preoblikovanje podjetja z večanjem lastniškega kapitala in prenos delnic na Sklad RS za razvoj.

V skladu z ZLPP se je po 10 odstotkov družbenega kapitala preneslo na Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja (Kapitalska družba d.d.) in Odškodninski sklad (Slovenska odškodninska družba d.d.), 20 odstotkov pa na Sklad RS za razvoj z namenom nadaljnje razdelitve pooblaščenim investicijskim družbam. Podjetje je zaposlenim, bivšim zaposlenim in upokojenim delavcem podjetja lahko razdelilo navadne delnice za največ 20 odstotkov vrednosti družbenega kapitala po otvoritveni bilanci. Preostanek delnic, ki niso bile razdeljene, je podjetje lahko zamenjalo za certifikate ožjih družinskih članov zaposlenih ali preneslo pooblaščenim investicijskim družbam.

Pri notranjem odkupu je podjetje v skladu s programom notranjega odkupa predvideni delež družbenega kapitala preneslo na Sklad RS za razvoj, potem pa je v petih obrokih v štirih letih odkupilo od Sklada po 20% delnic. Pri odkupu se upošteva 25-odstotni popust na vrednost delnic (na podlagi otvoritvene bilance ali ocene po metodi neto vrednosti sredstev). Podjetje je delnice lahko tudi prodalo na podlagi javnega razpisa z zbiranjem ponudb, z javno prodajo delnic ali na javni dražbi.

4.6.3 Lastninsko preoblikovanje Telekom Slovenije

Otvoritvena bilanca Telekom Slovenije je bila narejena na dan 1.1.1995. Delež države v osnovnem kapitalu je znašal 73,91%. Ustanovitelj je delež v osnovnem kapitalu pridobil z vložitvijo infrastrukturnih objektov, naprav oziroma omrežij in drugih sredstev, namenjenih izvajanju telekomunikacijske dejavnosti, ki so na podlagi 76. člena ZGJS postala lastnina Republike Slovenije. Pri tem je pomembno, da je javno telekomunikacijsko omrežje javna infrastruktura, ki je namenjena izvajanju javnih telekomunikacijskih storitev kot gospodarske javne službe. Omejitve pri razpolaganju z javno infrastrukturo določa zakon in na njegovi podlagi izdelani predpisi.

V skladu z določili Zakona o telekomunikacijah, Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij in drugih zakonskih in podzakonskih aktov ter na podlagi Programa lastninskega preoblikovanja podjetja (upravni odbor ga je sprejel na seji dne 21.12.1999 ter ga dne 26.4.1996 in 11.12.1996 dopolnil) je Vlada Republike Slovenije na 47. seji dne 29.01.1998 sprejela Akt o lastninskem preoblikovanju podjetja Telekom Slovenije. Podjetje je z otvoritveno bilanco na dan 1.1.1995 ugotovilo nominalno vrednost družbenega kapitala v višini 86.711.935.000 SIT, vendar je zaradi oblikovanja rezerv v višini 24,63% kapitala osnovni kapital znašal 65.354.780.000 SIT. Nominalna vrednost delnice znaša 10.000 SIT. Po lastninskem preoblikovanju se je vzpostavila naslednja lastniška struktura podjetja (Notarski zapisnik sprejema sklepa o preoblikovanju podjetja Telekom Slovenije p.o., 1998):

- delež Republike Slovenije (ustanovitelja) je znašal 73,91% celotnega osnovnega kapitala, tako da je za lastninsko preoblikovanje podjetju ostalo 17.051.990.000 SIT osnovnega kapitala;

- na Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja je bilo prenesenih 358.942 navadnih delnic z oznako A, kar predstavlja 5,49% celotnega osnovnega kapitala ali 21,05% osnovnega kapitala, namenjenega lastninskemu preoblikovanju;
- na Slovenski odškodninski sklad je bilo prenesenih 170.520 navadnih delnic z oznako A, kar predstavlja 2,61% celotnega osnovnega kapitala ali 10% osnovnega kapitala, namenjenega lastninskemu preoblikovanju;
- na Slovensko razvojno družbo je bilo prenesenih 341.040 navadnih delnic z oznako A, kar predstavlja 20% osnovnega kapitala, namenjenega lastninskemu preoblikovanju;
- podjetje je na Slovensko razvojno družbo dodatno preneslo tudi 556.526 delnic z oznako E zaradi njihove prodaje udeležencem notranjega odkupa, kar predstavlja 32,64% osnovnega kapitala namenjenega lastninskemu preoblikovanju po ZLLP. Skupen delež Slovenske razvojne družbe je tako zanašal 13,73% celotnega osnovnega kapitala. V okviru notranjega odkupa je podjetje na podlagi 24. in 25. člena ZLLP od Slovenske razvojne družbe takoj odkupilo 233.753 delnic, namenjenih notranjemu odkupu. Preostanek delnic iz programa notranjega odkupa mora podjetje odkupiti v štirih letih;
- upravičenci iz interne razdelitve so na podlagi lastniških certifikatov pridobili 278.171 delnic z oznako B, kar predstavlja 4,26% celotnega osnovnega kapitala ali 16,31% osnovnega kapitala, namenjenega lastninskemu preoblikovanju. Delnice z oznako B niso prenosljive dve leti od njihove izdaje, razen z dedovanjem.

Tabela 4-1: Lastniška struktura Telekoma Slovenije d.d. na dan 24.12.2001

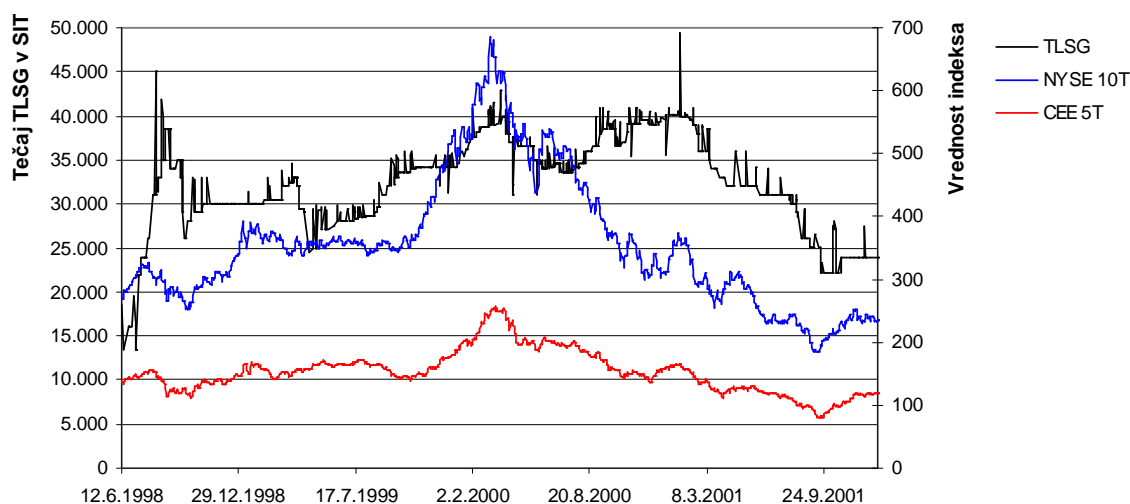
	DELNIČAR	ŠTEVILO DELNIC	DELEŽ
1	Republika Slovenija	4.347.253	66,5%
2	Kapitalska družba, d.d.	361.910	5,5%
3	Slovenska odškodninska družba d.d.	189.859	2,9%
4	Atena 1. sklad d.d.	105.142	1,6%
5	Maksima 1 d.d. Ljubljana	62.701	1,0%
6	NFD 1 investicijski sklad d.d.	57.606	0,9%
7	Triglav steber I PID d.d.	54.854	0,8%
8	Infond-Zlat d.d.	49.896	0,8%
9	Poteza Naložbe d.o.o.	30.514	0,5%
10	Zvon ena PID d.d.	30.065	0,5%
	Ostali	1.245.678	19,1%

Vir: Klirinško depotna družba d.d., 2001.

4.6.4 Trgovanje z delnico Telekoma Slovenije

Upoštevajoč lastniško strukturo Telekoma, v kateri ima Republika Slovenija 66,5-odstotni delež, se na neorganiziranem trgu trguje z okrog 2.2 milijona delnicami, kar pri tečaju 30.000 tolarjev ustreza tržni kapitalizaciji 66 milijard tolarjev. Na spodnji sliki je prikazano gibanje odkupne cene delnice Telekoma Slovenije na neorganiziranem trgu (t.i. sivem trgu) ter primerjava z indeksom evropskih operaterjev fiksne telefonije na NYSE (NYSE 10T) in indeksom srednje- in vzhodnoevropskih operaterjev fiksne telefonije (CEE 5T).

Slika 4-1: Gibanje odkupne cene delnice Telekoma Slovenije (KDD oznaka: TLSG)



Vir: Poteza BPD d.d., 2001.

Tečaj delnice Telekoma Slovenije je najvišji nivo dosegel v juliju 1998 in v začetku leta 2001. Iz zgornje slike je razvidno, da gibanje odkupne cene delnice Telekoma Slovenije ni skladno z gibanji tečajev tujih telekomunikacijskih operaterjev.

4.6.5 Druga faza privatizacije Telekoma Slovenije

V Sklepu o preoblikovanju podjetja Telekom Slovenije p.o. v javno podjetje Telekom Slovenije d.d. in v statutu javnega podjetja Telekom Slovenije d.d. je določeno, da dokler javno podjetje opravlja gospodarsko javno službo storitev govorne telefonije in teleksa kot izključni izvajalec, delež ustanovitelja v osnovnem kapitalu ne sme biti manjši od ene delnice nad polovico vrednosti delnic z glasovalno pravico, razen če je v skladu z zakonom zagotovljen ustanovitelju drug način večinskih glasovalnih pravic, kot na primer zlata delnica (ki daje pravico veta na ključne odločitve o organizaciji in poslovanju podjetja). V okviru telekomunikacij opravlja javno podjetje kot obvezno gospodarsko javno službo storitve govorne telefonije in teleksa (javne telekomunikacijske storitve). Javno podjetje vodi ločeno računovodsko evidenco, ki omogoča ločen obračun javnih telekomunikacijskih storitev od storitev drugih dejavnosti.

Vloga Telekoma Slovenije se z liberalizacijo postopoma spreminja. NPRTel predvideva postopno privatizacijo Telekoma tako, da bi država v prvi fazi, ki bi se izvedla dokaj hitro, prodala svoj delež nad 51 odstotki. Odnos države do Telekoma se spreminja že s samo liberalizacijo telekomunikacij. Medtem ko njegova vloga ostaja učinkovito zagotavljane telekomunikacijskih storitev, zagotavljanje univerzalnih storitev, dajanje vodov v zakup in zagotavljanje drugih infrastrukturnih telekomunikacijskih naprav, pa se bo interes države dolgoročno omejil na lastniški interes (v kolikor bo država obdržala določen lastniški delež), t.j. predvsem na dobiček.

NPRTel predvideva, da bi država drugo fazo privatizacije Telekoma ("prava" privatizacija) izvedla v najmanj treh (pod)stopnjah. Prva stopnja bi potekala tako, da bi država prodala svoj

delež med 74% in 51%, eventualno pa bi bila izvedena dokapitalizacija, vendar tako, da bi država obdržala večinski delež. Prodajo bi izvedli v svežnju na podlagi razpisa z namenom pridobitve strateškega lastnika, ki bi v podjetje prinesel tehnološko in tržno znanje in dodatni kapital ter tako okrepil konkurenčne sposobnosti podjetja. Za izbiro torej ne bo odločilna samo cena, temveč tudi sposobnosti, ki jih bodo ponudniki nudili v zvezi z nadaljnjim razvojem Telekoma Slovenije. V okviru študije o privatizaciji se preuči tudi možnost odprodaje dela delnic Mobitela, d.d.. Pogoji za uspešno izvedbo privatizacije je telekomunikacijski regulativni organ, ki omogoča neodvisni razvoj podjetja. Sredstva iz prve faze privatizacije naj bi se namenila tudi za vrnitev sovlaganja lokalnih skupnosti in posameznih investitorjev v javno telekomunikacijsko omrežje.

Na podlagi ocen in izkušenj prve faze privatizacije bi izvedli drugo fazo po letu 2003. Ob tem je potrebno preučiti, ali bo država ostala delničar in v kakšni višini. O prodaji preostalega državnega deleža v Telekomu se bo odločilo, ko bodo ovrednoteni rezultati do tedaj izvršene privatizacije doma in po svetu.

4.7 Alternativni modeli privatizacije Telekoma Slovenije

Na primeru Telekoma Slovenije je že bila izvedena modelska simulacija procesa strukturiranja lastništva po privatizaciji (Bole, 2000). Model privatizacije, ki je analiziran v simulaciji, predpostavlja tri osnovne elemente: (1) vstop (konzorcionalnega) strateškega lastnika; (2) dokapitalizacijo (s pomočjo GDR) na kapitalskem trgu v tujini; (3) javno prodajo na domačem trgu. Ob predpostavki, da je osnovni cilj privatizacije povečanje dostopa do kapitala, tehnologije in *know-how-a*, je eden od osnovnih elementov privatizacijskega modela prodaja večjega lastniškega deleža konzorciju nekaj lastnikov, druga dva elementa pa sta dokapitalizacija Telekoma s pomočjo prodaje GDR v tujini ter javna prodaja na domačem trgu.

Starejši partner v konzorciju bi bil kvalificiran tuj telekomunikacijski operater, medtem ko bi bili mlajši partnerji v konzorciju lahko domači ali tuji investitorji, pri čemer bi bil delež tujih investitorjev lahko omejen. V Sloveniji so za starejšega partnerja v konzorciju domači investitorji manj primerni, ker pri nas razen redkih izjem ni dovolj velikih institucionalnih investitorjev. Izjeme so nekatere zavarovalnice in pokojninski skladi, pa še ti so omejeni glede razpršitve portfelja.

Pri izdelavi alternativnih modelov privatizacije so odločilni deleži posameznih skupin investitorjev. Osnovni model privatizacije predpostavlja (Bole, 2000), da bi strateškemu lastniku (konzorciju) prodali 25 odstotkov prvotnega števila delnic, obseg dokapitalizacije preko GDR bi predstavljal 15 odstotkov prvotnega obsega delnic, celoten delež posameznega tujega investitorja pa bi bil omejen na 35 odstotkov končnega števila delnic. Prodaja na domačem trgu bi potekala v eni ali več fazah, kakor je navada v tujini. Razlog za večstopenjsko prodajo je omejena absorpcija trga in postopno zmanjšanje negotovosti. Prodaja na domačem trgu bi tako kot v tujini obsegala tudi prodajo določenega števila delnic delavcem Telekoma in zaposlenim v javnem sektorju, poleg tega pa tudi dodatne ukrepe za povečanje absorpcije trga in razpršenosti prodaje

(obročno odplačevanje, bonus za neprodajanje v določenem obdobju). Določen delež bi za polnjenje privatizacijske vrzeli lahko dobile tudi pooblašene investicijske družbe.

V letu 2001 je pogodbeni partner PriceWaterhouseCoopers (PWC) po naročilu Vlade Republike Slovenije pripravil tri različne modele privatizacije Telekoma, ki so si na prvi pogled zelo podobni, vendar vključujejo različne investitorje in politične posledice. Ključna predpostavka je, da bo država na daljši rok sprejela zmanjšanje svojega lastniškega deleža pod 50 odstotkov in eno delnico, ter da se bodo tudi nekateri manjšinski delničarji kot prodajalci pridružili državi. Predlagani so bili naslednji modeli privatizacije (Morel, 2001):

1. **model 1:** kombinacija strateške prodaje, izdaje novih delnic in javne ponudbe delnic z ohranitvijo večinskega lastništva s strani države. Njen delež se takoj po opravljeni prvi fazi transakcije zniža na 50 odstotkov in eno delnico in kasneje v naslednjih dveh do treh letih pade pod 50 odstotkov;
2. **model 2:** kombinacija kot pri modelu 1, le da država takoj zniža svoj lastniški delež pod 50 odstotkov in eno delnico;
3. **model 3:** prodaja manjšinskega ali večinskega deleža Telekoma strateškemu partnerju, nakup deleža Mobitela s strani istega strateškega partnerja kombinirano z javno ponudbo delnic, tako kot pri modelu 1 in 2.

4.7.1 Model 1: postopno zvišanje deleža strateškega partnerja

Model 1 predvideva prodajo manjšinskega deleža 25 odstotkov minus ena delnica strateškemu partnerju (na ta način strateški partner v prvi fazi še ni obvezan k javni ponudbi za odkup vseh delnic, kakor zahteva Zakon o prevzemih), delno preko izdaje novih delnic in delno preko prodaje državnega deleža. Država bo po tem modelu zadržala 50 odstotkov in eno delnico. V prodajo bodo vključeni tudi nekateri manjšinski delničarji (skladi), kar je potrebno zaradi istočasne prodaje delnic oziroma tudi zaradi glasovanja o odobritvi izdaje novih delnic. Zaradi določitve pravic, obveznosti, prihodnjih investicijskih obvez, pripravljenosti po organizaciji prihodnje javne ponudbe, idr., je potrebno s strateškim partnerjem skleniti delničarski sporazum in mu zagotoviti upravljalne pravice. Strateški partner pridobi tudi nakupno opcijo za nadaljnji nakup delnic v obdobju naslednjih 12 mesecev (država zmanjša delež na med 25 odstotkov in eno delnico do 50 odstotkov minus eno delnico). V kratkem roku po strateški investiciji (npr. v treh mesecih) bo sledila domača javna ponudba in uvrstitev na borzo za prodajo do 5 odstotkov delnic na domačem trgu. V 12 do 18 mesecih za prodajo državnih delnic bo sledila še javna ponudba v tujini in uvrstitev na mednarodno borzo ter zmanjšanje deleža države na med 25 odstotkov in 1 delnico in nič odstotkov in zlato delnico (oziroma druga ekvivalentna struktura).

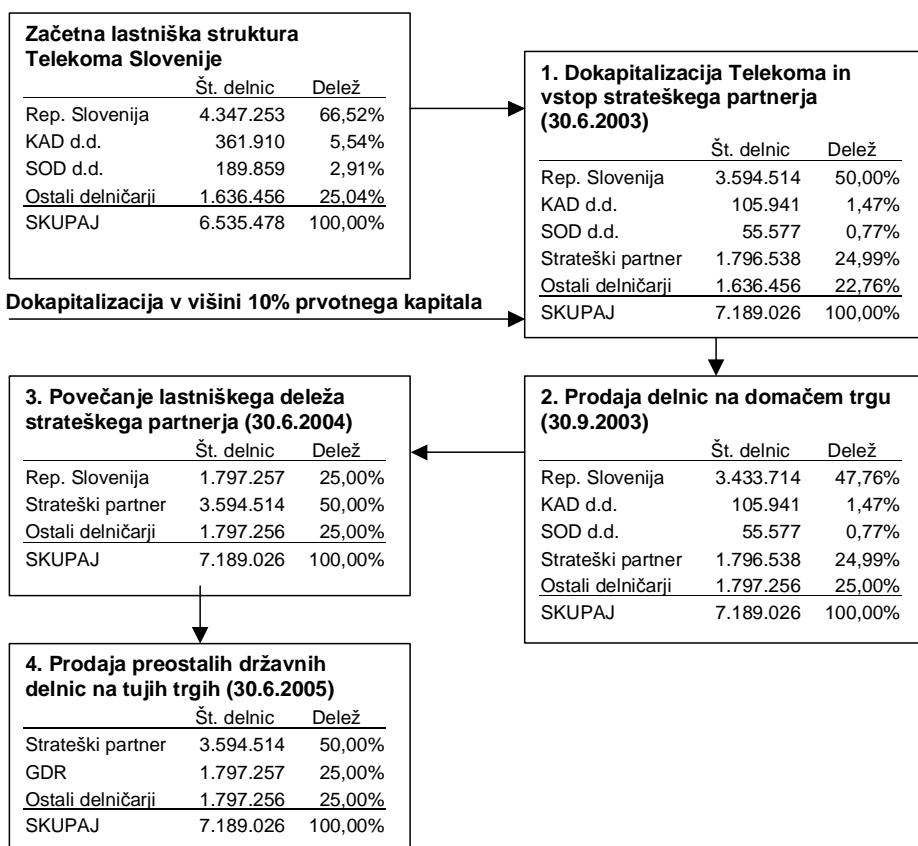
Pri napovedi sprememb lastniške strukture Telekoma v posameznih fazah privatizacije so bile ob upoštevanju zgoraj navedenih javno objavljenih značilnostih privatizacijskega modela 1 narejene še naslednje predpostavke:

1. privatizacija Telekoma se prične z vstopom strateškega investitorja 30. junija 2003. Telekom se v tej fazi dokapitalizira v višini 10 odstotkov prvotnega obsega delnic. Delež dokapitalizacije je ocenjen na podlagi primerjave finančnega vzvoda Telekoma Slovenije in tujih telekomunikacijskih operaterjev fiksne telefonije (glej

Tabela 6-3 na str. 83). Iz primerjave je razvidno, da je Telekom Slovenije podpovprečno zadolžen. Glede na to, da je bila hčerinska družba Mobitel konec leta 2001 že dokapitalizirana ter da so v prihodnjih letih pri Telekomu predvidene nižje investicije (omrežje je že posodobljeno), je ob ocenjeni tržni vrednosti delnice dokapitalizacija v višini 15 odstotkov (Bole, 2000) nekoliko previsoka. V prvo fazo privatizacije sta poleg Republike Slovenije vključeni tudi Kapitalska družba d.d. (KAD) in Slovenska odškodninska družba d.d. (SOD), ki s prodajo dela delnic strateškemu kupcu znižata svoj lastniški delež na 1,47 in 0,77 odstotka;

2. v drugi fazi privatizacije, ki poteka 30. septembra 2003, Republika Slovenija s prodajo delnic na domačem trgu kapitala zniža svoj lastniški delež za 2,2 odstotka novega števila delnic. Delnice Telekoma tako začnejo kotirati na Ljubljanski borzi, na katero bo upoštevač število delnic, ki so že danes v lasti zasebnih investorjev (fizične in pravne osebe brez RS, KAD in SOD), uvrščeno 25 odstotkov delnic tega podjetja;
3. v tretji fazi privatizacije, ki se zgodi 30. junija 2004, strateški investitor izvrši svojo nakupno opcijo in poveča svoj lastniški delež na 50 odstotkov in eno delnico. Lastniški delež države se zniža na 25 odstotkov, KAD in SOD pa prodata vse svoje delnice;
4. privatizacija se zaključi 30.6.2005 s prodajo preostalega deleža države na mednarodnem trgu kapitala preko globalnih potrdil o lastništvu (GDR).

Slika 4-2: Privatizacija Telekoma po modelu 1¹:



¹ Napoved lastniške strukture v posameznih modelih privatizacije ne upošteva morebitnega povečanja lastniškega deleža strateškega investitorja zaradi nakupa delnic od ostalih (manjšinskih) delničarjev. Strateški investitor bo moral pri povečanju lastniškega deleža nad 25 odstotkov namreč objaviti javno ponudbo za prevzem.

Prvi model privatizacije ima številne prednosti, saj je v skladu z evropskimi panožnimi trendi. Prispeval bi k razvoju domačega trga kapitala in tržne kapitalizacije na Ljubljanski borzi. Podjetje bi se ohranilo kot integrirana celota, poleg tega pa bi mu bil omogočen dostop do mednarodnega *know-howa*. Privatizacija bi se izpeljala na način, ki bi zadovoljil tako potrebe države po izkupičku od prodaje, kot srednjeročne potrebe podjetja po investicijskih izdatkih. Strateški partner bi Telekomu tudi pomagal pri regionalni ekspanziji.

Poleg siceršnjih pomislekov ob privatizaciji državnega premoženja je glavna slabost modela manjši interes ponudnikov zaradi relativno nizkega deleža, namenjenega prodaji, ter posledično nižji izkupiček. To slabost pa je mogoče nevtralizirati z nakupno opcijo, ki strateškemu investitorju omogoča povečanje lastniškega deleža.

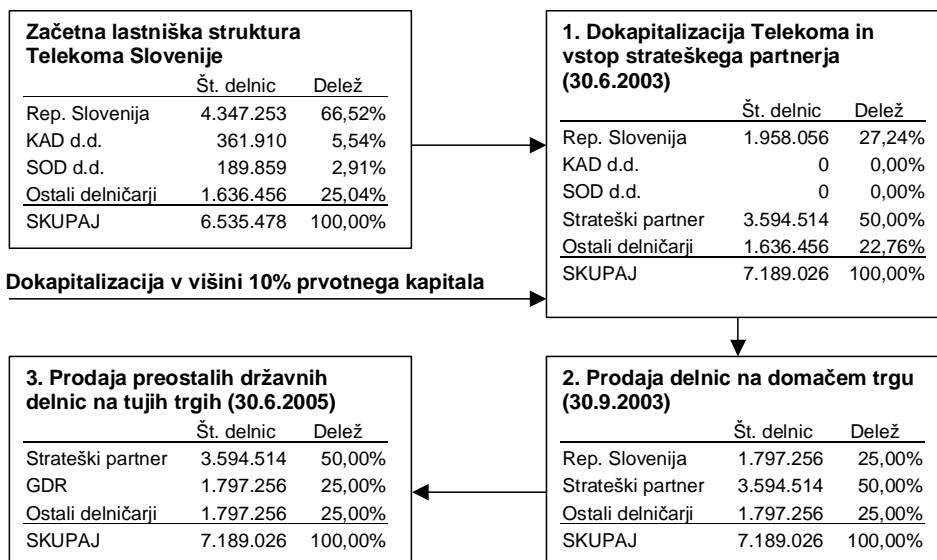
4.7.2 Model 2: prodaja večinskega deleža strateškemu partnerju

Model 2 predvideva prodajo deleža med 25 odstotki in eno delnico ter večinskim deležem strateškemu partnerju na osnovi izdaje novih delnic, država pa bo zadržala delež med 25 odstotki in eno delnico ter 50 odstotki in eno delnico. Podobno kot pri modelu 1 bo s strateškim partnerjem sklenjen delničarski sporazum, v katerem bo dan poudarek na pravicah veta in zaščiti manjšinskih delničarjev v primeru, da bo strateški partner pridobil večino. Strateški prodaji bo sledila domača javna ponudba in uvrstitev na borzo ter mednarodna javna ponudba v času 12 do 18 mesecev, s katero se bo delež države znižal na zlato delnico ali ničlo.

Pri napovedi sprememb lastniške strukture Telekoma v posameznih fazah privatizacije so bile ob upoštevanju zgoraj navedenih javno objavljenih značilnostih privatizacijskega modela 2 narejene še naslednje predpostavke:

1. privatizacija Telekoma se prične z vstopom strateškega investitorja 30. junija 2003. Telekom se v tej fazi enako kot pri modelu 1 dokapitalizira v višini 10 odstotkov prvotnega obsega delnic. V prvo fazo privatizacije sta poleg Republike Slovenije vključeni tudi Kapitalska družba d.d. (KAD) in Slovenska odškodninska družba d.d. (SOD), ki v tej fazi prodata vse svoje delnice;
2. v drugi fazi privatizacije, ki poteka 30. septembra 2003, Republika Slovenija s prodajo delnic na domačem trgu kapitala zniža svoj lastniški delež za 2,2 odstotka novega števila delnic, kar je enako kot pri modelu 1. Delnice Telekoma tako začnejo kotirati na Ljubljanski borzi, na katero bo, upoštevajoč število delnic, ki so že danes v lasti zasebnih investitorjev (fizične in pravne osebe brez Republike Slovenije, KAD in SOD), uvrščeno 25 odstotkov delnic tega podjetja;
3. privatizacija se zaključi 30.6.2005 s prodajo preostalega deleža države na mednarodnem trgu kapitala preko globalnih potrdil o lastništvu (GDR).

Slika 4-3: Privatizacija Telekoma po modelu 2:



Glavna prednost drugega modela pred prvim je pospešeno večanje vrednosti podjetja, kar je posledica večjega deleža v rokah strateškega partnerja in večjega zaupanja finančnih investitorjev. Poleg tega je takšen model privatizacije tudi jasno sporočilo trgu in EU, da je privatizacija resna.

Slabost modela je, da je politično težje sprejemljiv ter da ima država manj možnosti, da izkoristi prihodnji potencial rasti podjetja. Posebnega pomena je tudi učinkovito delovanje neodvisnega regulatornega organa, ki je nujno zaradi hitre izgube državnega nadzora nad podjetjem.

4.7.3 Model 3: privatizacija po delih

Model 3 predvideva prodajo manjšinskega ali večinskega deleža Telekoma strateškemu partnerju ter nakup deleža Mobitela s strani istega strateškega partnerja, kombinirano z javno ponudbo delnic, tako kot pri modelu 1. Vse ostale pravice, obveznosti, domača javna ponudba in javna ponudba v tujini ter druge značilnosti modela so enake kot pri modelu 1.

Pri napovedi sprememb lastniške strukture Telekoma v posameznih fazah privatizacije so bile ob upoštevanju zgoraj navedenih javno objavljenih značilnostih privatizacijskega modela 1 narejene še naslednje predpostavke:

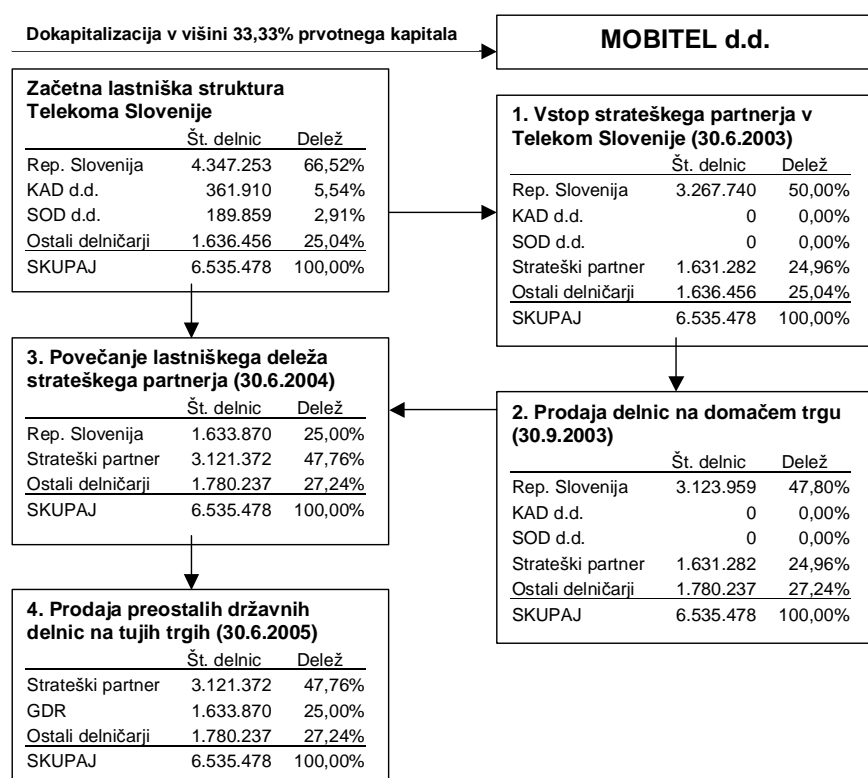
1. privatizacija Telekoma se prične z vstopom strateškega investitorja 30. junija 2003. Strateški investitor v prvi fazi od države kupi 25 odstotkov družbe Telekom Slovenije, hkrati pa pridobi tudi 25-odstotni delež družbe Mobitel. Glede na obsežne investicije, ki jih v prihodnjih letih načrtuje Mobitel, je smiselno, da strateški partner pridobi 25-odstotni lastniški delež tega podjetja z dokapitalizacijo. To hkrati pomeni, da Telekom ne proda svojih delnic Mobitela, le njegov lastniški delež se zniža na 75 odstotkov. Ob predpostavki, da bo neto učinek dokapitalizacije na vrednost lastniškega kapitala Mobitela enak znesku dokapitalizacije, bo vrednost Telekomovega deleža v Mobitelu ostala nespremenjena.

Glede na to, da ima Mobitel bistveno večje investicijske potrebe od njegove obvladujoče družbe ter upoštevajoč nizek finančni vzvod Telekoma menim, da bi ta v primeru privatizacije z dokapitalizacijo (model 1 in model 2) tako pridobljena sredstva namenil za dokapitalizacijo Mobitela. Ker bo po tretjem modelu privatizacije strateški partner neposredno dokapitaliziral Mobitel, ta model ne vključuje povečanja osnovnega kapitala pri Telekomu.

V prvo fazo privatizacije sta poleg Republike Slovenije vključeni tudi Kapitalska družba d.d. (KAD) in Slovenska odškodninska družba d.d. (SOD), ki v tej fazi prodata vse svoje delnice Telekoma;

2. v drugi fazi privatizacije, ki poteka 30. septembra 2003, Republika Slovenija s prodajo delnic na domačem trgu kapitala zniža svoj lastniški delež za 2,2 odstotka novega števila delnic. Delnice Telekoma tako začnejo kotirati na Ljubljanski borzi, na katero bo, upoštevajoč število delnic, ki so že danes v lasti zasebnih investitorjev (fizične in pravne osebe brez RS, KAD in SOD), uvrščeno 25 odstotkov delnic tega podjetja;
3. v tretji fazi privatizacije, ki se zgodi 30. junija 2004, strateški investitor izvrši svojo nakupno opcijo in poveča svoj lastniški delež na 47,76 odstotka. Lastniški delež države se zniža na 25 odstotkov, KAD in SOD pa prodata vse svoje delnice;
4. privatizacija se zaključi 30.6.2005 s prodajo preostalega deleža države na mednarodnem trgu kapitala preko globalnih potrdil o lastništvu (GDR).

Slika 4-4: Privatizacija Telekoma po modelu 3:



Prednost zadnjega modela je predvsem pospešen pritek svežega znanja in kapitala v Mobitel, ki ima v primerjavi z matičnim podjetjem večji potencial rasti, hkrati pa tudi večje investicijske

potrebe. Glavna pomanjkljivost modela je možnost konflikta interesov med delničarji Telekoma Slovenije (država, manjšinski delničarji) ter delničarjem Mobitela.

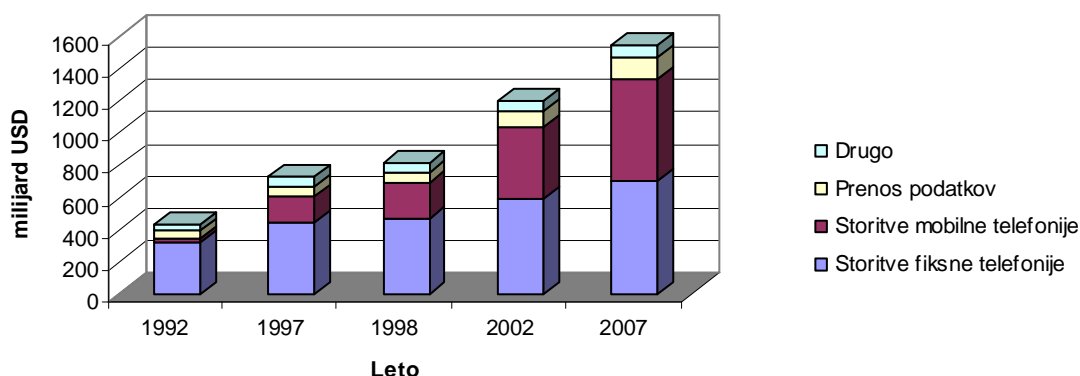
5 Napoved poslovanja²

5.1 Telekom Slovenije d.d.

5.1.1 Izhodišča

Svetovni telekomunikacijski trg je v letu 2000 dosegel vrednost 911 milijard EUR in tako glede na leto 1999 zrasel za 11 odstotkov. V obdobju od danes do leta 2004 se pričakuje okrog 8 odstotna letna rast vrednosti celotnega trga. K rasti bo najbolj prispeval sektor mobilne telefonije, ki naj bi se vrednostno povečeval za 14 odstotkov letno. Prihodki iz storitev prenosa podatkov naj bi v omenjenem obdobju rasli z letno stopnjo 9 odstotkov, prihodki iz fiksne telefonije pa z letno stopnjo 4 odstotke (France Telecom, 2001).

Slika 5-1: Svetovni telekomunikacijski trg po segmentih



Vir: Funkschau, 1999.

5.1.1.1 Gostota telefonskih priključkov pri nas in v tujini

Na rast prihodkov na trgu fiksne telefonije vplivata dinamika cen ter rast števila telefonskih priključkov. Naraščanje števila priključkov v fiksnem telekomunikacijskem omrežju se navadno upočasnjuje, ko doseže gostoto od 40 do 60 priključkov na 100 prebivalcev. Po podatkih Telekoma Slovenije je bila ob koncu leta 2000 gostota pri nas okrog 46 odstotkov, kar ustreza evropskemu povprečju iz leta 1990.

Povprečna letna stopnja rasti števila fiksnih priključkov v Sloveniji je v obdobju od 1996 do 2000 znašala 6,2 odstotka, medtem ko se je stopnja rasti v letu 2000 znižala na 3,7 odstotka, kar kaže na upočasnitev. Znižuje se število PSTN, povečuje pa število ISDN priključkov, ki so ob

² Vse napovedi so v stalnih cenah na dan 31.12.2001.

koncu leta 2000 predstavljali že okrog 7 odstotkov celotnega števila fiksnih linij. Delež ISDN linij v Sloveniji po podatkih ITU³ že presega evropsko povprečje, vendar pa se nahaja na nivoju, ki ga je npr. Deutsche Telekom dosegal med leti 1995 in 1996.

Povprečna letna stopnja rasti gostote priključkov v evropskih državah, ki je prikazana v spodnji tabeli, je v obdobju od 1990 do 1999 znašala okrog 3 odstotke.

Tabela 5-1: Gostota fiksnih telefonskih priključkov v evropskih državah

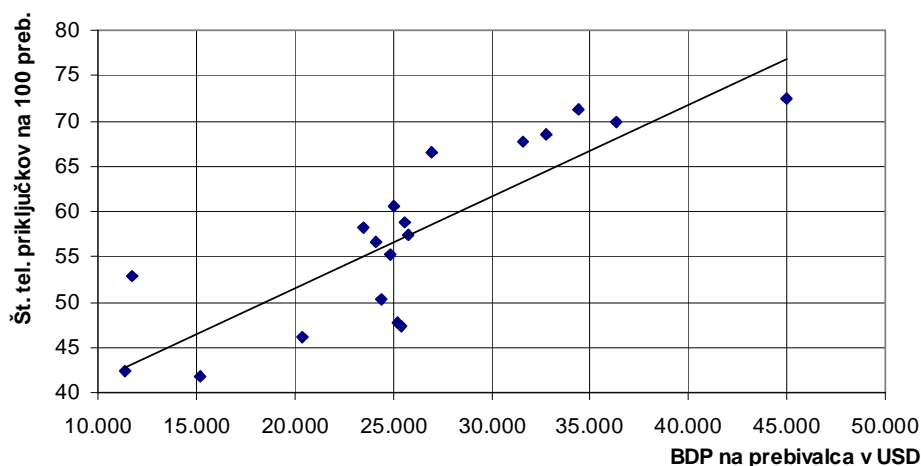
Država	ŠTEVILO TELEFONSKIH PRIKLJUČKOV NA 100 PREBIVALCEV							
	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998	1999
Avstrija	29	36	42	47	48	49	49	47
Belgija	25	31	39	46	47	49	50	50
Danska	43	50	57	61	62	63	66	68
Finska	36	45	53	54	55	55	55	55
Francija	30	42	50	56	57	58	58	58
Nemčija	33	42	44	51	54	55	57	59
Grčija	24	31	39	49	51	52	52	53
Islandija	37	43	51	56	58	61	65	68
Irski	14	20	28	36	38	41	43	48
Italija	23	30	39	43	44	45	45	46
Luksemburg	36	41	48	57	63	67	69	72
Nizozemska	35	40	46	52	54	57	59	61
Norveška	29	42	50	57	59	62	66	71
Portugalska	11	15	24	37	38	40	41	42
Španija	19	24	32	38	39	40	41	42
Švedska	58	63	68	68	68	68	67	66
Švica	44	50	57	63	65	66	69	70
Velika Britanija	32	37	44	50	52	54	55	57
EUROSTAT	31	38	45	51	53	55	56	57
Slovenija	n.p.	n.p.	n.p.	31	33	37	38	43

Vir: International Telecommunication Union, 2001; Letno poročilo Telekom Slovenije za leto 2000.

Gostota priključkov je odvisna od gospodarske razvitosti posamezne države, kar je razvidno iz podatkov ITU o gostoti telefonskih priključkov in BDP na prebivalca v posamezni državi. Kljub temu, da je Slovenija po BDP na prebivalca na ravni, ki so jo evropske države dosegale v začetku osemdesetih let, pa po gostoti telefonskih priključkov zaostaja precej manj.

³ International Telecommunication Union

Slika 5-2: Gostota telefonskih priključkov kot funkcija BDP na prebivalca v letu 1999



Vir: International Telecommunication Union, 2001; lasten izračun.

Napoved števila fiksnih telefonskih priključkov v prihodnjih letih temelji na primerjavi z evropskimi državami, pri čemer je upoštevano naslednje:

- Slovenija je po podatkih iz leta 2000 po kazalniku števila telefonskih priključkov na 100 prebivalcev zaostajala za evropskim povprečjem za približno deset let;
- v današnjem času obstajajo številni substituti za fiksno telefonsko omrežje (mobilna omrežja za prenos govora, kabelska omrežja za prenos podatkov), ki so bili pred desetimi leti manj razširjeni.

Delež ISDN priključkov v napovedih (glej Priloga 1 na str. 1) je ocenjen na podlagi dinamike v preteklih letih ter na podlagi primerjave z Deutsche Telekomom, kjer so ISDN priključki že konec leta 2000 presegali 35 odstotkov vseh fiksnih linij (Deutsche Telekom, 2001). Pri izračunu gostote telefonskih linij je bilo upoštevano, da je pri primarnem ISDN mogoče hkrati uporabljati 30 kanalov, pri osnovnem pa dve liniji. Povprečna letna rast števila telefonskih linij v obdobju 2001-2006 tako znaša okrog 1,8 odstotka.

5.1.1.2 Cene telefonskih storitev v Sloveniji

Trenutno tarifni sistem ureja Odlok o tarifnem sistemu za prodajo telefonskih storitev. Tarifni sistem na podlagi avtomatskega beleženja tarifnih impulzov kot obračunskih enot omogoča zaračunavanje telefonskih zvez uporabnikom. Stroške telefonskega prometa predstavljajo (Odlok o tarifnem sistemu za prodajo telefonskih storitev, 1997):

- priključnina za nov telefonski priključek je določena na osnovi stroškov naslednjih elementov: priključitve glavnega telefona, vključitve na hišno napeljavo in izgradnje naročniškega voda od kabelskega razvodišča do objekta naročnika. Priključnina nastopi enkratno ob sklenitvi naročniškega razmerja;
- telefonska naročnina, je znesek, ki ga naročnik plačuje mesečno vnaprej za možnost uporabe telefonskih naprav. V naročnino je vključenih 20 telefonskih impulzov;
- opravljene telefonske zveze iz naročniškega telefona. Osnova za določitev cene vzpostavljene zveze je njeno trajanje in oddaljenost, kot obračunska enota pa služi

telefonski impulz. Telefonski impulz je časovni interval, ki je enoten v notranjem prometu, v mednarodnem prometu pa je odvisen od posameznih območij;

- opravljene telefonske zveze iz javne telefonske govorilnice. Cena telefonskega impulza iz javne govorilnice se oblikuje po posebni kalkulaciji.

Cena telefonske zveze je odvisna od cene telefonskega impulza in od števila telefonskih impulzov na zvezo. V notranjem telefonskem prometu veljajo redne (ob delavnikih od 7. do 19. ure) in znižane tarife (ob delavnikih od 19. do 7. ure, v nedeljah, državnih praznikih in z zakonom dela prostih dneh pa od 00. do 24. ure). Znižana tarifa predstavlja polovico vrednosti redne tarife in se realizira tako, da se časovni interval podaljša za 100 odstotkov. V notranjem prometu velja za celotno območje Slovenije enotni časovni interval (impulz) 60 sekund.

Cena telefonske zveze v mednarodnem telefonskem prometu se oblikuje po minutnem sistemu z upoštevanjem cene impulza in ustreznih časovnih intervalov. V mednarodnem telefonskem prometu velja znižana tarifa vsak dan od 19. do 7. ure. Znižana tarifa predstavlja štiri petine vrednosti redne tarife in se realizira tako, da se časovni interval podaljša za četrtno.

5.1.1.3 Cene telefonskih pogovorov pri nas in v tujini

V letu 2000 je bilo v Telekomovem omrežju opravljenih skupno 10,1 milijarde odhodnih impulzov, od tega v notranjem prometu 3,7 milijarde (37%), v mednarodnem prometu 2 milijardi (20%), v mobilna omrežja 4.260 milijonov (42%), ostalo pa pri telefonskem dostopu do interneta (Pavšič, 2001). Poleg števila impulzov na prihodke iz prodaje telekomunikacijskih storitev vpliva še mesečna naročnina in cena impulza.

Slika 5-3: Naročnina in cena minute pogovora v lokalnem fiksni omrežju v Evropi

Država	Mesečna naročnina v SIT	Cena minute pogovora v krajevnem prometu v SIT
Avstrija	3230,28	11,79
Belgija	2973,26	9,09
Danska	2711,62	6,70
Francija	2331,38	6,23
Grčija	1826,25	6,85
Irska	3728,71	11,27
Italija	2375,97	3,51
Nizozemska	3067,91	4,76
Nemčija	2430,62	7,84
Portugalska	2632,84	4,43
Španija	2326,79	5,34
Švedska	3068,72	4,32
V. Britanija	3047,93	12,05
Povprečje EU	2750,17	7,25
Slovenija (februar 2002)	1950,00	5,25

Vir: Tarifica, 2001⁴.

⁴ Pretvorba v SIT po srednjem tečaju BS na dan 31.12.2001.

V zgornji tabeli je prikazana primerjava mesečne naročnine in cene minute pogovora v lokalnem fiksnem omrežju v 15 evropskih državah. Gre za cene, ki jih fizičnim osebam za telekomunikacijske storitve zaračunavajo nacionalni telekomunikacijski operaterji (bivša javna podjetja) in ki so veljale v decembru 2001.

V Sloveniji je v letu 2001 prišlo do treh povečanj cen javnih telekomunikacijskih storitev (1.4, 1.6 in 1.11.2001). Pri tem se je cena mesečne naročnine v letu 2001 povečala za skupno 31,6 odstotka, cena telefonskega impulza v notranjem prometu pa za 20 odstotkov. Do novega porasta cene impulza in telefonske naročnine je prišlo 1. februarja 2002, ko sta se cena impulza in naročnina povečali za 19 odstotkov oziroma 35 odstotkov. Primerjava cene minute pogovora v krajevnem prometu, ki s februarjem 2002 znaša 5,25 SIT, z državami EU pokaže, da Slovenija dosega 72,5 odstotka povprečja EU. Pri mesečni naročnini Slovenija po februarski podražitvi dosega 70,9 odstotka povprečja EU. Navedene cene ne vključujejo davka na dodano vrednost.

V skladu z zgornjo primerjavo je v prihodnjem obdobju predvidena rast telefonske naročnine. Predvidena povprečna mesečna naročnina v letu 2002 je izračunana kot tehtano povprečje naročnine ob koncu leta 2001 (1.440 SIT) in naročnine, ki velja od 1. februarja 2002 (1.950 SIT). V letih od 2003 do 2006 pa predvidevam povprečno 7-odstotno realno letno rast. To pomeni, da naročnina do leta 2006 doseže 2.500 SIT brez DDV, oziroma 3.000 SIT z vračunananim DDV, kar je v skladu s pričakovanji Telekom (Zmagaj, 2002). Po letu 2006 sem predvidel ustalitev mesečne naročnine.

Telekom Slovenije v prihodnje tudi ne pričakuje spremembe cene impulzov (Zmagaj, 2002), kar je glede na konkurenco substitutov fiksne telefonije tudi realno.

5.1.1.4 Prihodki od prodaje

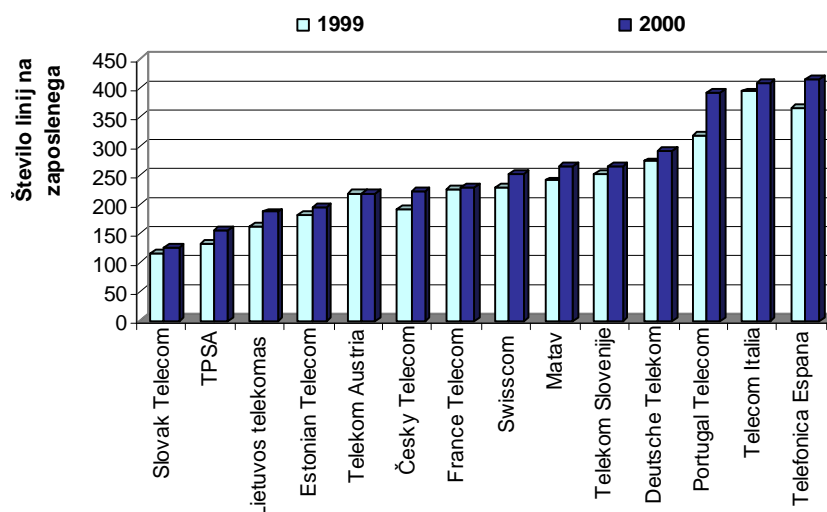
Izhodišče za projekcijo prihodkov od prodaje je struktura prihodkov iz leta 2000, predpostavke projekcije pa so naslednje (za napoved prihodkov glej Priloga 2 na str. 1):

- napoved prihodkov od naročnin in od telefonskih impulzov pri PSTN in ISDN priključkih temelji na napovedi števila fiksnih telefonskih linij ter na predvideni dinamiki mesečne naročnine in cene telefonskega impulza. Pri izračunu prihodkov od impulzov je bila upoštevana struktura impulzov (delež notranjega in mednarodnega prometa) v letu 2000. Število impulzov je napovedano v skladu z gibanjem števila telefonskih linij, pri čemer je predpostavljeno postopno upadanje števila impulzov na posamezno linijo;
- v letih 2002 in 2003 je predvideno znižanje prihodkov od medmrežnih povezav in od zakupljenih vodov za skupno 50%. Razlog so zahteve regulatorja, da Telekom v zameno za podražitev fiksne telefonije zniža cene medmrežnega povezovanja približno za polovico;
- letna stopnja rasti prihodkov od odnosov s tujino v napovedih je ocenjena na podlagi rasti prometa s tujino v zadnjih petih letih in znaša 7%;
- drugi prihodki so ocenjeni v fiksnem letnem znesku.

5.1.1.5 Produktivnost

Pričakovana produktivnost je poleg pričakovanih stroškov dela na zaposlenega glavni dejavnik stroškov dela v napovedih. Glede na to, da je rast fiksnih omrežij znatno počasnejša od rasti mobilnih omrežij, ima pri operaterjih fiksnih telekomunikacijskih omrežij pričakovana produktivnost dela še toliko večji vpliv na poslovne rezultate in posledično vrednost podjetja. Produktivnost dela je pri telekomunikacijskih operaterjih mogoče meriti z vrednostnimi kazalniki (npr. prihodek na zaposlenega) in fizičnimi kazalniki (npr. število linij na zaposlenega). Glede na to, da je v Sloveniji zaenkrat v veljavi glede na evropske države neustrezna struktura relativnih cen telekomunikacijskih storitev, so za primerjavo produktivnosti Telekoma Slovenije in tujih operaterjev primernejši fizični kazalniki, kot je število telefonskih linij na zaposlenega.

Slika 5-4: Primerjava produktivnosti telekomunikacijskih operaterjev (fiksno omrežje)



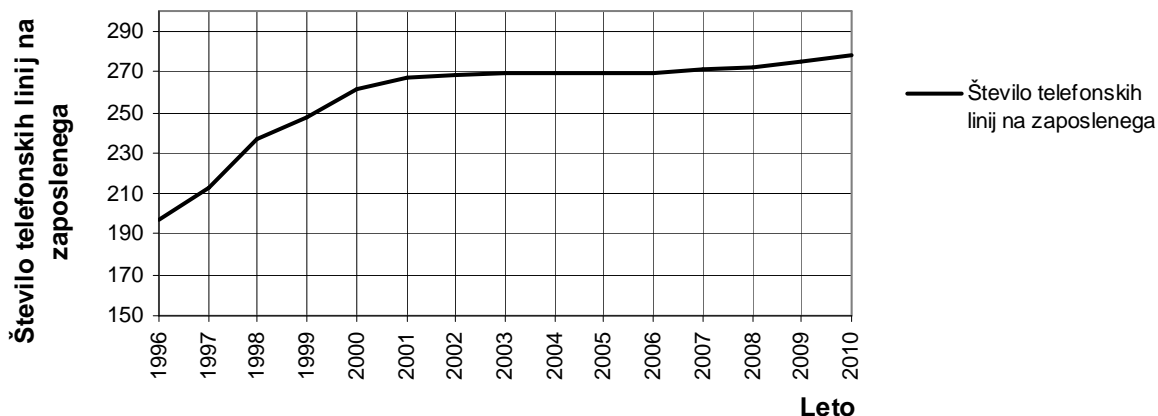
Vir: Letna poročila telekomunikacijskih operaterjev 2000; lasten izračun.

Produktivnost Telekoma Slovenije sem primerjal s produktivnostjo 13 srednje- in zahodnoevropskih telekomov. Podatki o številu telefonskih linij v fiksnem omrežju so pridobljeni iz letnih poročil posameznih operaterjev. Pri izračunu števila telefonskih linij pri posameznem operaterju zaradi (ne)razpoložljivosti podatkov ni upoštevano, da sekundarni ISDN priključki predstavljajo dve, primarni pa 30 linij, kar je ena od omejitev primerjave. Poleg tega sem pri nekaterih operaterjih (France Telecom) kot približek za število priključkov vzel število uporabnikov fiksnega omrežja.

Pri večini operaterjev je v letih 1999 in 2000 opaziti povečanje produktivnosti, kar je delno posledica povečevanja števila telefonskih linij, v večji meri pa znižanja števila zaposlenih. Podoben trend je bil v zadnjih letih opažen tudi pri Telekomu Slovenije, ki po produktivnosti prekaša večino srednjeevropskih ter celo nekatere zahodnoevropske operaterje. Število linij na zaposlenega se je v letu 2000 pri izbranih operaterjih v povprečju povečalo za 10,7%. Glede na to, da je Telekom Slovenije še vedno v večinski državni lasti, lahko pri njem v prihodnjih letih pričakujemo nekoliko počasnejšo rast produktivnosti kot pri privatiziranih podjetjih. V napovedi

sem zato predpostavil konstantno število zaposlenih, kar pomeni, da se produktivnost izboljšuje le zaradi rasti števila telefonskih linij.

Slika 5-5: Število telefonskih priključkov na zaposlenega pri Telekomu Slovenije za obdobje 1996-2000 in napoved za obdobje 2002-2010

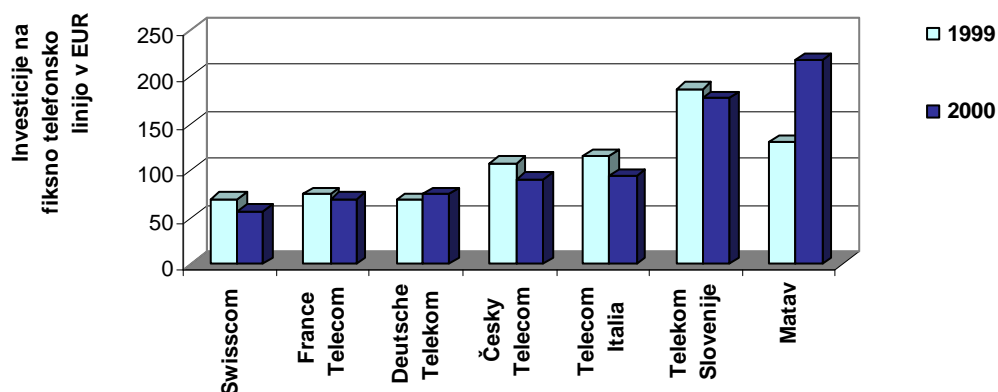


Vir: Letno poročilo Telekoma Slovenije za leto 2000; lasten izračun.

5.1.1.6 Naložbe v fiksno telefonsko omrežje

Telekom Slovenije je v letu 2000 investiral 28,6 milijarde tolarjev. Izgradnji objektov na državni ravni je bilo namenjenih 11,6, na regionalni pa 17 milijard tolarjev. Največji delež med vlaganji je predstavljal telekomunikacijska mreža (43%), ki so ji sledila vlaganja v telefonsko opremo (37%), osnovna sredstva (8%), informacijski sistem (4%), podatkovne komunikacije (3%), projekte (2%), gradbene objekte (2%) in sisteme za poslovne uporabnike (1%).

Slika 5-6: Primerjava investicij telekomunikacijskih operaterjev



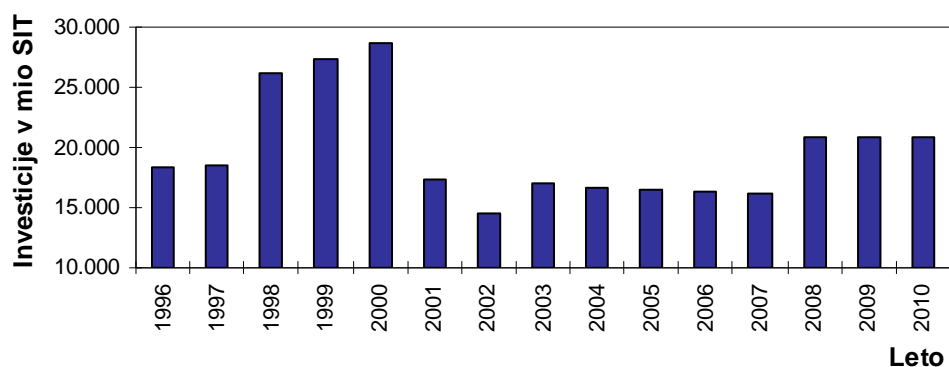
Vir: Poslovna poročila telekomunikacijskih operaterjev, 2000.

Relativni obseg investicij posameznih operaterjev analitiki tovrstnih podjetij največkrat merijo z razmerjem med investicijami in prihodki od prodaje ali z razmerjem med investicijami in številom telefonskih linij. Zaradi že omenjenega nesorazmerja med cenami telekomunikacijskih

storitev na našem in evropskem trgu je za primerjavo Telekoma Slovenije s tujimi operaterji primernejši drugi kazalnik.

Primerjava investicij na telefonsko linijo (CAPEX/line), pri kateri so bile upoštevane le naložbe v opredmetena osnovna sredstva na področju fiksne telefonije, je bila narejena z namenom umestitve Telekoma Slovenije med tuje operaterje in postavitev izhodišč za napoved investicij v prihodnjem obdobju. Primerjava operaterjev fiksne telefonije je pokazala, da je bil Telekom Slovenije v zadnjih dveh letih nadpovprečno naložbeno aktiven. Glede na to, da je bil v letu 2000 zaključen investicijski cikel posodobitve osnovnega bakrenega omrežja, v katerem je bila dosežena 99% digitalizacija omrežja (kar večino operaterjev fiksne telefonije v Srednji Evropi še čaka), sem v prihodnjih letih predvidel znižanje obsega naložb. V letu 2001 je Telekom investiral za 17,3 milijarde tolarjev, medtem ko plan za leto 2002 predvideva za 14,5 milijarde tolarjev investicij. Predvidel sem, da naložbe do leta 2007 padejo na 82 EUR na telefonsko linijo v fiksnem omrežju, po tem letu pa so napovedane investicije enake amortizaciji.

Slika 5-7: Naložbe Telekoma Slovenije v obdobju 1996-2000 in predvidene naložbe v obdobju 2001-2010



Vir: Letno poročilo Telekoma Slovenije za leto 2000, lasten izračun.

5.1.2 Telekom Slovenije - predpostavke izkaza uspeha

Kot osnova za vrednotenje podjetja na podlagi diskontiranega denarnega toka je bila izdelana napoved poslovanja za obdobje od leta 2001 do 2010. Izhodišče za napoved je analiza preteklega poslovanja in primerjava s tujimi telekomunikacijskimi operaterji.

V obdobju 2001-2010 je predvidena povprečno 3,5% realna rast prihodkov od prodaje. Prvi vzrok rasti prihodkov je povečevanje gostote telefonskih linij, kar je predvsem posledica večjega deleža ISDN priključkov. Povprečna stopnja rasti telefonskih linij v napovedih tako znaša 1,8%. Drugi, še pomembnejši vzrok rasti prihodkov pa je predvideno povečanje mesečne naročnine in cene minute pogovora v notranjem fiksnem telefonskem omrežju.

Delež nabavne vrednosti blaga v prihodkih iz prodaje v napovedih ostaja enak, kot je bil v letu 2000 (2,6%), ko je dosegel najvišjo vrednost v zadnjih sedmih letih. Podobno je tudi delež stroškov materiala v kosmatem donosu iz poslovanja v napovedih enak vrednosti iz leta 2000, ki

znaša 3,2%. Delež stroškov storitev v kosmatem donosu iz poslovanja, ki je v letih 1997 in 1998 znašal med 29,7% in 30,8%, je v letu 2000 dosegel 40,2%. V letih od 2001 do 2010 sem predvidel povečanje tega deleža za 0,5 odstotne točke letno. Razlog za povečanje so predvsem višji stroški medmrežnih povezav s tujimi operaterji zaradi naraščanja mednarodnega telefonskega prometa. EBITDA⁵ marža se tako v obdobju od 2002 do 2010 giblje med 37,2% in 38,3%, kar je primerljivo s tujimi operaterji fiksne telefonije.

Stroški amortizacije po letu 2000 so predvideni v višini 14,3% povprečne vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev v posameznem letu. Navedeni delež je ocenjen na podlagi stroškov amortizacije in vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev v preteklih letih.

V napovedih so na podlagi analize preteklih poslovnih rezultatov predvideni tudi odpisi obratnih sredstev in drugi odhodki poslovanja v skupni vrednosti 0,8% prihodkov od prodaje.

5.1.3 Telekom Slovenije - predpostavke bilance stanja

Investicije Telekoma v letu 2001 so znašale 17,3 milijarde tolarjev oziroma 93 EUR na telefonsko linijo. V obdobju 2002-2010 sem predvidel postopno znižanje vrednosti naložb do ravni 82 EUR na telefonsko linijo.

Vrednosti zalog in terjatev iz poslovanja v prihodnjem obdobju so predvidene na podlagi gibanja zalog in terjatev iz poslovanja v preteklosti. Zaloge so v napovedih vezane 7 dni, medtem ko se dnevi plačila kupcev gibljejo med 61 in 63. V nasprotju z obračanjem zalog in terjatev pa so bile obveznosti do dobaviteljev pri Telekomu v letih 1999 in 2000 vezane med 197 in 204 dnevi. V prihodnjih letih sem predvidel postopno skrajšanje roka plačila dobaviteljem iz 204 na 98 dni. Predvidene so tudi kratkoročne obveznosti do delavcev v višini 9,3% letnih stroškov plač.

Konec leta 2001 je zaradi financiranja koncesijske dajatve za opravljanje storitev mobilne telefonije tretje generacije potrebna dokapitalizacija Mobitela v višini 20 milijard tolarjev. Za ta namen je v letu 2001 predvidena dodatna zadolžitev Telekoma. Kratkoročne finančne naložbe v modelu, na podlagi katerega je napovedano prihodnje poslovanje Telekoma, nastopajo kot izravnalna postavka za izenačitev obeh strani bilance stanja.

Telekom je dividende prvič izplačal leta 1998. Bruto dividenda je takrat znašala 311 tolarjev na delnico, kar pomeni 36 odstotkov čistega dobička leta 1997. Leta 1999 je Telekom za leto 1998 izplačal delničarjem po 600 tolarjev dividende na delnico ali 55 odstotkov čistega dobička iz leta 1998. V letu 2000 pa je Telekom izplačal po 310 tolarjev dividende na delnico, kar je četrtnina čistega dobička leta 1999 in nekaj več kot šest odstotkov denarnega toka. Bruto dividenda v letu 2001 je znašala 322 tolarjev ali 41% čistega dobička leta 2000. Na podlagi tega je v obdobju 2001-2005 predvideno izplačilo dividend v višini 40% čistega dobička v predhodnem letu, po letu 2005 pa je predvideno izplačilo celotnega dobička, kar omogočajo sorazmerno nizke investicijske potrebe.

⁵ EBITDA je dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo.

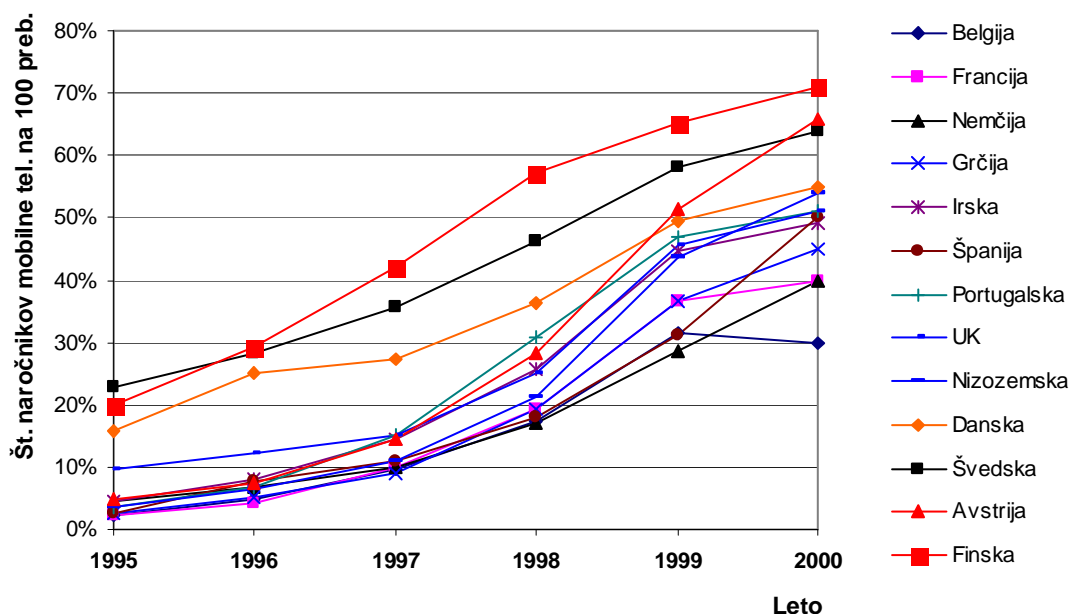
5.2 Mobitel d.d.

5.2.1 Izhodišča

5.2.1.1 Gostota mobilnih telefonskih priključkov

Mobilno telefonijo je v nasprotju s fiksno telefonijo, ki znotraj panoge telekomunikacij predstavlja razmeroma zrel tržni segment, mogoče šteti med hitro rastoče segmente. To je razvidno tudi iz podatkov o gostoti uporabnikov mobilne telefonije v nekaterih zahodnoevropskih državah. Na spodnji sliki je prikazano gibanje gostote uporabnikov (razmerje med številom uporabnikov in številom prebivalcev) mobilne telefonije v izbranih evropskih državah v obdobju 1995-2000.

Slika 5-8: Gostota mobilne telefonije v zahodnoevropskih državah



Vir: International Telecommunication Union, 2001.

Povprečna gostota, ki je izračunana kot enostavna aritmetična sredina izbranih držav, je v letu 2000 znašala 51% (v Sloveniji 54%), kar kaže na to, da je okrog polovica prebivalcev uporabljala storitve mobilne telefonije. Pri tem pa je potrebno omeniti, da mnoge države že dosegajo 70 do 80-odstotno gostoto. Tako je Finska po podatkih Mobile Communications International že marca leta 2000 dosegla 70-odstotno, sosednja Avstrija pa konec leta 2000 že 75-odstotno gostoto. V resnici je gostota nekoliko nižja od objavljenih podatkov, ker so nekatere osebe uporabniki več SIM kartic. Gostota uporabnikov je v 13 evropskih državah v obdobju 1995-2000 naraščala s povprečno letno stopnjo 58% (v Sloveniji 57%), v letu 2000 pa je bilo že opaziti umirjanje rasti. Stopnja rasti gostote je tako upadla na povprečno 18% v evropskih državah in na 20% v Sloveniji.

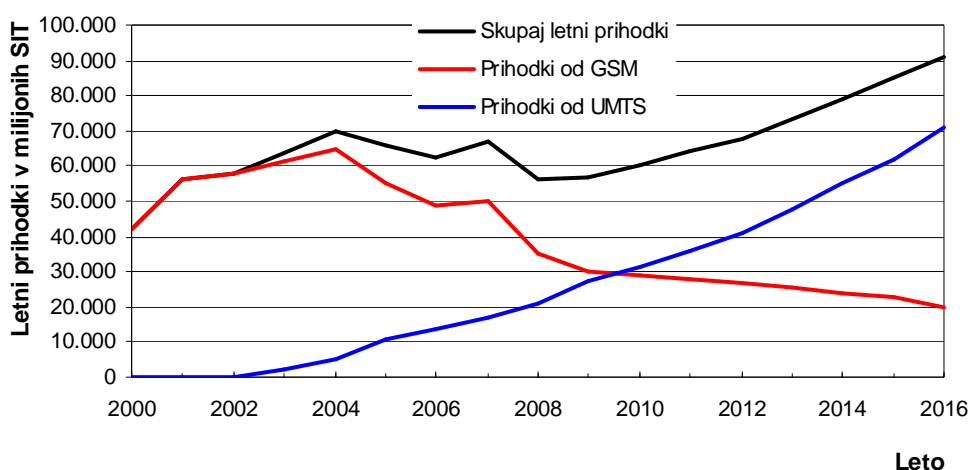
V Sloveniji je bilo ob koncu leta 2000 okrog 1,1 milijona uporabnikov mobilne telefonije. Od tega je imel Mobitel 920.000 uporabnikov, Simobil 100.000 in Debitel 60.000 uporabnikov (Debitel za svoje storitve uporablja Mobitelovo omrežje). V letu 2001 je najhitreje raslo število uporabnikov Simobila, ki je v septembru že preseglo 200.000. Ob koncu leta 2001 naj bi bilo v Sloveniji okrog 1,4 milijona uporabnikov mobilne telefonije, od katerih pa je le 505.000 naročnikov, ostali pa so uporabniki predplačniških paketov (Basle, 2001).

Navedeni podatki kažejo, da je Slovenija po gostoti mobilne telefonije povsem primerljiva z drugimi zahodnoevropskimi državami, mnoge pa celo presega. Prav primerljivost Slovenije z Zahodno Evropo omogoča, da se pri oceni prihodnjih gibanj in trendov v sektorju mobilne telefonije naslonimo tudi na napovedi, ki veljajo za zahodnoevropske države.

5.2.1.2 Prihodki od prodaje

Mobitel trenutno trži predvsem storitve v omrežju GSM, vendar namerava, tako kot večina največjih operaterjev mobilne telefonije v razvitih državah, znatna sredstva nameniti razvoju in trženju zmogljivejšega omrežja UMTS, ki je namenjeno predvsem prenosu podatkov. Sistem UMTS je predstavnik tretje generacije mobilnih sistemov (3G). V Sloveniji poznamo sistem NMT, ki spada v prvo generacijo mobilnih sistemov (1G) in sistem GSM, ki je predstavnik druge generacije mobilnih sistemov (2G). Hitrost prenosa informacij v omrežju UMTS, ki je odvisna predvsem od tega, v kakšnem okolju se nahaja uporabnik in od hitrosti njegovega gibanja, se giblje od 144 kbit/s (podeželje zunaj stavb, hitrost do 250 km/h) do 2 Mbit/s (urbano okolje znotraj stavb, do 10 km/h). Hitrost prenosa informacij pa ni edina prednost sistema UMTS. Ena od prednosti je prav gotovo njegova globalizacija, predvsem pa so za uporabnika zanimive nove storitve, ki jih ta sistem omogoča.

Slika 5-9: Mobitelov plan prihodkov v obdobju do leta 2016



Vir: Mobitel po pridobitvi koncesije, november 2001.

Vse nove tehnologije zahtevajo določene prilagoditve tudi pri operaterjih. Če so ti včasih skrbeli predvsem za postavitve in delovanje omrežja, sedaj vse bolj postajajo tudi ustvarjalci ter ponudniki storitev in vsebin. V določeni meri se je potreba po vsebinah pokazala že pri

obstojećih tehnologijah, kakršni sta SMS in WAP, v prihodnosti pa se bo z novimi tehnologijami polje možnih storitev zelo razširilo, kar bo zahtevalo ponudbo vedno novih in kompleksnejših vsebin. Pri tem vedno bolj zahtevnem delu so bodo operaterji verjetno povezali tudi s različnimi specializiranimi podjetji, kot so računalniške in medijske hiše.

Letni prihodki posameznega operaterja so funkcija naslednjih dejavnikov: (1) gostote uporabnikov posamezne storitve v državi; (2) tržnega deleža operaterja na posameznem tržnem segmentu in (3) letnih prihodkov iz naslova posamezne storitve na uporabnika (ARPU). Izračun pojasnjujeta spodnji enačbi:

Letni prihodki = Število uporabnikov * ARPU

Število uporabnikov = Število prebivalcev * Gostota uporabnikov * Tržni delež

Pri napovedi gostote uporabnikov mobilnih telekomunikacij sem izhajal iz dveh ključnih predpostavk:

- storitve novega omrežja UMTS bodo postopoma nadomeščale storitve omrežja GSM, kar ne velja le prenos podatkov, temveč tudi za prenos govora;
- dinamika gostote uporabnikov in tržnega deleža Mobitela na področju storitev omrežja UMTS bo podobna dinamiki na področju GSM v preteklih letih.

Predvidevam, da bo skupna gostota uporabnikov omrežja GSM in UMTS v Sloveniji v letu 2004 dosegla 85%. Ocena temelji na preteklem gibanju števila uporabnikov mobilne telefonije v Sloveniji in na gostoti uporabnikov v telekomunikacijsko najrazvitejših državah. Dolgoročno naj bi se gostota mobilne telefonije v teh državah ustalila pri 85% (The New Mobile Business, 2000).

Tržni deleži mobilnih operaterjev, ki so prvi začeli ponujati svoje storitve, so v obdobju od 1994 do 2000 padli za 20 do 40 odstotnih točk. V nasprotju s storitvami omrežja GSM pa se na področju storitev UMTS pričakuje, da bodo posamezni novi konkurenti v večini evropskih držav le težko presegli 10% tržni delež (The New Mobile Business, 2000). Glede na tržno moč Mobitela in sorazmerno majhno izgubo tržnega deleža kljub prisotnosti konkurenta v preteklih treh letih, smo v napovedih predpostavili 70% dolgoročni tržni delež Mobitela. Tržni delež Mobitela pri storitvah omrežja GSM naj bi upadel na 70% že do leta 2003, pri storitvah omrežja UMTS pa šele do leta 2008.

Tabela 5-2: Predvideno gibanje gostote, tržnega deleža, števila uporabnikov in letnega prihodka na uporabnika (ARPU) za Mobitel

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2010	2016
Gostota (vsi operaterji)									
	GSM	54%	70%	75%	80%	79%	74%	52%	25%
	UMTS				2%	7%	11%	34%	61%
Tržni delež Mobitela									
	GSM	85%	79%	74%	69%	69%	69%	69%	69%
	UMTS				100%	89%	85%	69%	69%
Število uporabnikov Mobitela (000)									
	GSM	920	1.100	1.097	1.090	1.070	1.008	702	334
	UMTS				40	115	186	456	824
Letni prihodek na upor. (EUR)									
	GSM	206	231	240	255	275	247	187	271
	UMTS				228	197	268	308	390

Napoved prihodkov Mobitela v obdobju do leta 2016 temelji na planu prihodkov tega operaterja. Glede na našo napoved števila uporabnikov omrežij GSM in UMTS in upoštevajoč plan prihodkov Mobitela sem izračunal povprečen prihodek na uporabnika (ARPU) v obdobju do leta 2010. Pri oceni ARPU je zlasti pri storitvah omrežja UMTS razviden naraščajoč trend. Ocene analitikov o gibanju ARPU v razvitih državah, ki jih navajam v nadaljevanju, pa kažejo, da je moja ocena dovolj previdna.

Po ocenah podjetja Arthur Andersen (The New Mobile Business, 2000) naj bi se ARPU uporabnikov mobilnih telekomunikacij v državah EU v obdobju do leta 2005 gibal od 440 do 410 USD na leto, do leta 2010 pa naj bi narasel na 500 USD letno. Ob tem naj bi delež prihodkov iz naslova prenosa glasu, ki danes presega 90% (preostanek prihaja iz naslova SMS), do leta 2010 upadel pod 50%. Durlacher Research napoveduje, da naj bi se ARPU v izbranih državah Srednje in Vzhodne Evrope (Estonija, Hrvaška, Latvija, Litva, Slovenija) v prihodnjih petih letih gibal med 466 in 447 EUR letno. Ob tem ocenjujejo, da bo v letu 2005 tri četrtine prihodkov še vedno zagotavljal prenos zvoka (UMTS Report, 2000).

Na ARPU bo pri storitvah UMTS vplival tudi tržni delež posameznega operaterja. Za operaterje s 70% tržnim deležem naj bi ARPU v letih 2004 in 2005 znašal 290 USD letno, do leta 2010 pa naj bi se zaradi večjega povpraševanja po prenosu podatkov zvišal na 390 USD (Tonelli, 2001). Pri storitvah, ki zajemajo izključno prenos zvoka, pa se bo ARPU do leta 2010 znižal na 140 USD.

5.2.1.3 Naložbe

Naložbe Mobitela so predvidene v skladu z napovedjo gibanja števila uporabnikov omrežij GSM in UMTS. Izhodišče za napoved potrebnih investicij v izgradnjo omrežja UMTS so informacije, ki jih je javnosti posredovalo podjetje Mobitel.

Mobitel je konec novembra 2001 pridobil koncesijo za opravljanje storitev mobilne telefonije tretje generacije (UMTS). Sama koncesijska dajatev v višini 22 milijard tolarjev po ocenah

podjetja predstavlja le manjši del celotne naložbe v razvoj UMTS. Mobitel naj bi namreč do leta 2016 v omrežje vložil 166 milijard tolarjev, od tega v prvih petih letih 36 milijard oziroma 58 EUR letno na uporabnika (pri današnjem skupnem številu uporabnikov Mobitelovih omrežij). Tehnologija UMTS naj bi po napovedih Mobitela začela delovati 2003 na 350, leta 2005 na 670 in leta 2007 na 940 baznih postajah. Leta 2003 naj bi bila tako dosežena 87-odstotna pokritost prebivalstva in 40-odstotna pokritost ozemlja (Mobitel po pridobitvi koncesije, november 2001).

Tabela 5-3: Primerjava koncesijskih dajatev za storitve mobilne telefonije tretje generacije

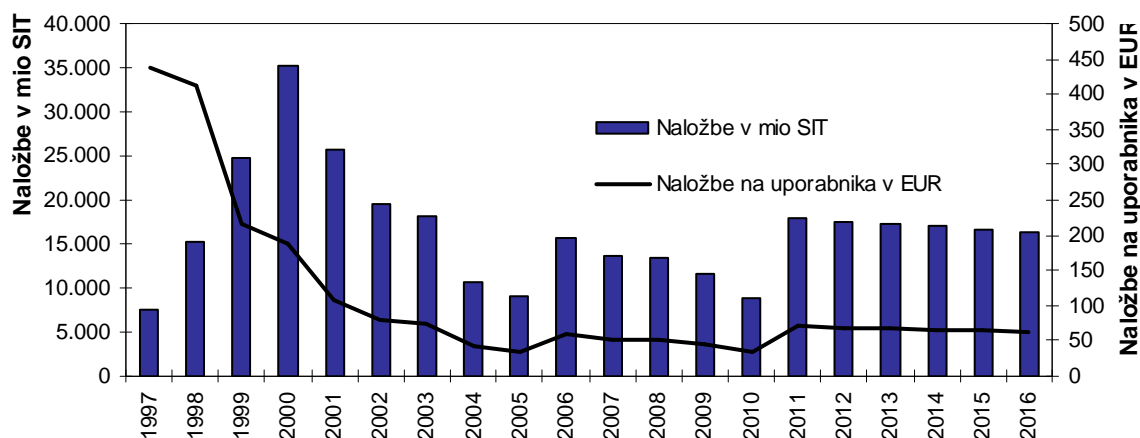
	Število izdanih licenc za 3G	Skupaj koncesijske dajatve v mio USD	Dajatev na licenco v mio USD	Dajatev za posamezno licenco na prebivalca v USD	Delež dajatve na licenco v BDP
Francija	4	4.433	1.108	19	0,09%
Nemčija	6	45.168	7.528	92	0,41%
Nizozemska	4	2.507	627	39	0,18%
Portugalska	4	372	93	9	0,10%
Španija	4	496	124	3	0,03%
Velika Britanija	5	34.390	6.878	117	0,58%
Italija	5	9.728	1.946	34	0,14%
Švica	4	117	29	4	0,01%
Poljska	4	2.444	611	16	0,39%
Češka Republika	4	541	135	13	0,26%
Slovenija	1	89	89	45	0,49%
POVPREČJE				36	0,24%

Vir: Slovenian Market Review, 2001.

V skladu s povedanim sem napovedal investicije v omrežje UMTS v prihodnjih 16 letih. Pri tem je bila upoštevana tudi koncesijska dajatev, ki je bila plačana konec leta 2001. Poleg investicij v omrežje UMTS sem predvidel tudi naložbe v omrežje GSM, ki se nanašajo na posodabljanje mobilne telefonije GSM (na primer GPRS) ter na razvoj in vzdrževanje omrežja GSM, in sicer tako za nakup programske kot strojne računalniške opreme za centrale in bazne postaje. Na podlagi pogovora z zaposlenimi v Mobitelu ocenjujem, da so pri današnjem številu uporabnikov omrežja GSM v letu 2002 potrebne investicije v višini 50 milijonov mark, po letu 2002 pa sem investicije v omrežje GSM zniževal v skladu z gibanjem števila uporabnikov tega omrežja (konstantna vrednost investicij na uporabnika omrežja GSM v višini 5.150 SIT).

Na spodnji sliki je prikazana napoved investicij v obdobju od 2001 do 2016 ter vrednost investicij na uporabnika. Pri izračunu tega kazalnika je bilo upoštevano celotno število uporabnikov omrežij podjetja Mobitel, ki se po moji oceni z današnjih 1,1 milijona do leta 2005 povzpne na 1,2 milijona. Obdobje napovedi je izbrano v skladu z obdobjem plana pri Mobitelu ter upoštevajoč dobo vračila investicij v omrežje UMTS. Le-ta naj bi namreč v državah, kjer so potekale avkcije licenc, znašala okrog 15 let (The New Mobile Business, 2000).

Slika 5-10: Naložbe Mobitela v obdobju 1997-2000 in ocena za obdobje 2001-2016



Vir: Mobitel - Letno poročilo 2000; lastna ocena.

5.2.2 Mobitel - predpostavke izkaza uspeha

Kot osnova za vrednotenje podjetja na podlagi diskontiranega denarnega toka je bila izdelana napoved poslovanja za obdobje od leta 2001 do 2016. Izhodišče za napoved je analiza preteklega poslovanja ter plan prihodkov in investicij podjetja.

V obdobju od 2001 do 2004 je v skladu s planom podjetja in upoštevajoč postopno upočasnevanje rasti prodaje predvidena povprečno 14,0% realna rast prihodkov od prodaje. V obdobju od 2005 do 2008 sem ob upadanju števila Mobitelovih uporabnikov omrežja GSM (nadomeščanje s storitvami omrežja UMTS, upadanje tržnega deleža) predvidel letno 5% znižanje prihodkov iz prodaje. Po letu 2008 pa je zaradi hitre rasti storitev v omrežju UMTS predvidena 6% letna rast prihodkov iz prodaje.

Stroški amortizacije po letu 2000 so predvideni v višini 13,6% povprečne vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev v posameznem letu. Navedeni delež je ocenjen na podlagi stroškov amortizacije in vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev v preteklih letih.

5.2.3 Mobitel - predpostavke bilance stanja

Planirane investicije Mobitela v letu 2001 znašajo 47,6 milijarde tolarjev in vključujejo plačilo koncesijske dajatve za opravljanje storitev UMTS v višini 22 milijard tolarjev. Mobitel naj bi do leta 2016 v samo omrežje UMTS vložil dodatnih 166 milijard tolarjev, od tega v prvih petih letih 36 milijard. V obdobju 2002-2016 sem predvidel tudi 58,3 milijard investicij v posodabljanje in vzdrževanje omrežja GSM, tako da skupne investicije v obdobju 2001-2016 znašajo 271 milijard tolarjev.

Vrednosti zalog in terjatev iz poslovanja v prihodnjem obdobju so predvidene na podlagi gibanja zalog in terjatev iz poslovanja v preteklosti. Zaloge so v napovedih vezane od 22 do 25 dni, medtem ko se dnevi plačila kupcev gibljejo med 104 in 115. V prihodnjih letih sem predvidel dneve plačila dobaviteljem v višini 143 do 166.

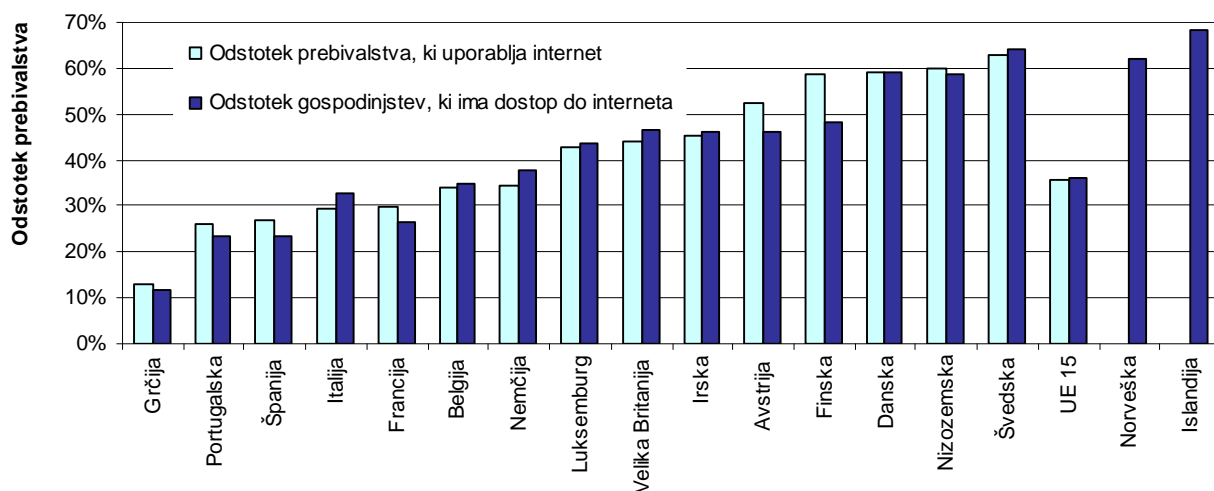
V napovedih sem konec leta 2001 predvidel dokapitalizacijo Mobitela v višini 20 milijard tolarjev s strani Telekoma kot njegove obvladujoče družbe. Mobitel je konec leta 2001 z NLB podpisal pogodbo o najemu 225 milijonov evrov posojila. Mobitel bo 225 milijonov evrov (49,7 milijarde tolarjev) porabil za refinanciranje obstoječih posojil, za premostitev kratkoročnih posojil ter za dodatno financiranje razvoja že obstoječih omrežij GSM 900 in 1800. Svoj del koncesijske dajatve za UMTS (dve milijardi tolarjev) namerava Mobitel poravnati iz lastnih virov.

5.3 SiOL d.o.o.

5.3.1 Izhodišča

SiOL d.o.o. je vodilni ponudnik dostopa do interneta v Sloveniji. Tako kot pri Telekomu in Mobitelu je tudi pri SiOLu izhodišče za napoved poslovanja in vrednotenje podjetja velikost trga. Oktobra 2001 je bilo v Sloveniji 450.000 aktivnih (mesečnih) uporabnikov interneta, od tega internet uporablja tedensko 370.000 oseb, večkrat dnevno ali vsak dan pa uporablja internet 250.000 oseb (Raba interneta v Sloveniji, 2001). V primerjavi rezultatov raziskave rabe interneta iz februarja 2001 in oktobra 2001 je opaziti, da število uporabnikov interneta v Sloveniji narašča.

Slika 5-11: Gostota uporabnikov interneta v EU



Vir: Flash Eurobarometer 103.0, 2001.

Po podatkih raziskave RIS iz junija 2001 ima v povprečju 24% oseb v slovenskih gospodinjstvih dostop do interneta od doma, kar nas v primerjavi z drugimi državami EU uvršča v spodnjo tretjino primerjanih držav (povprečje EU znaša 36,1%). Za nami zaostajajo Grki. Španci, Portugalci in Francozi pa imajo približno enak odstotek oseb v gospodinjstvih z dostopom do interneta od doma. V ospredju so ponovno Nordijske države, še posebej Islandija ter Norveška.

Na osnovi dosedanjih trendov v Sloveniji in na osnovi trendov v državah, ki so obstoječo penetracijo interneta v Sloveniji presegle že pred nekaj leti, so bili izdelani trije grobi scenariji

gibanja števila uporabnikov interneta v obdobju do leta 2006 (Raba interneta v Sloveniji, 2001). Najmanj ugoden scenarij, ki se zgodi ob obstoječih pogojih počasnega naraščanja slovenskih vsebin, dragih telekomunikacij, dragi strojni opremi in ob odsotnosti vzpodbujanja uporabe s strani države, predvideva, da bi do leta 2006 uporabljalo internet 41% populacije. Najbolj ugoden scenarij, ki bi nastopil v primeru ugodnih okoliščin, pa predvideva, da bi do leta 2006 internet uporabljalo 64% populacije. Scenarij, ki je srednje ugoden, v letu 2006 predvideva 48% penetracijo interneta. Vse tri projekcije se omejujejo na dostop preko računalnika in ne predvidevajo radikalnejših tehnoloških sprememb, kot so preobrati v mobilnem dostopu (npr. UMTS).

Dosti večja je penetracija interneta med podjetji. Dostop do interneta ima v Sloveniji že 99% velikih podjetij, 97% srednjih podjetij in več kot 88% malih podjetij. Vsa velika in srednja ter večina malih podjetij načrtuje dostop v naslednjih 12 mesecih (Raba interneta v Sloveniji, 2000). Po podatkih, ki temeljijo na telefonski anketi med tisoč podjetji, se relativni deleži ponudnikov dostopa do interneta v grobem ne spreminjajo. SiOL ima med velikimi podjetji dobro polovico, med manjšimi pa prek tri četrtine vseh podjetij z dostopom, v celotni populaciji podjetij pa ima 70-75% delež. SiOL ima skoraj devet desetih vseh podjetij s klicnim dostopom in dobro polovico podjetij, ki dostopajo preko najetih linij. Tudi med podjetji, ki dostop šele načrtujejo, še izraziteje kot med obstoječimi podjetji kot bodoči ponudnik prevladuje SiOL, iz česar je moč sklepati, da se bo njegov delež še povečal. Med gospodinjstvi se je delež SiOLa kot ponudnika dostopa do interneta v letih 1999 in 2000 ustalil na 49%.

Nadaljnje spremembe tržnih deležev ponudnikov dostopa bodo tako predvsem posledica prihoda novih tehnologij, kot je ADSL, kar prav tako govori v prid SiOLu (zlasti če upoštevamo njegovo povezavo s Telekomom). Na drugi strani se je tudi v Sloveniji pojavil prvi ponudnik brezplačnega dostopa do interneta Voljatel, ki je že vplival na znižanje cen dostopa ostalih ponudnikov. V napovedi poslovanje SiOLa zaradi konkurence brezplačnih ponudnikov ni predvideno zmanjšanje njegovega tržnega deleža. Razlog je povezava s Telekomom, ki bo SiOLu omogoča ponudbo priklopa na internet preko ADSL linije po ugodnejših cenah od konkurentov.

Po oceni IDC naj bi evropski trg ponudnikov dostopa do interneta v obdobju od leta 2000 do 2005 rasel s povprečno letno stopnjo 30% (European Consumer ISP Market, 2001). Glavni dejavniki rasti bodo povečano število uporabnikov interneta, nove tehnologije in ugodnejše cene. Klicni dostop do interneta naj bi ostal prevladujoča oblika dostopa za potrošnike in manjša podjetja še vsaj do leta 2005.

Izhodišče za napoved prihodnjega poslovanja SiOLa (glej Priloga 9 na str. 8) je preteklo poslovanje in projekcija števila uporabnikov interneta v Sloveniji (Raba interneta v Sloveniji, 2001), pri čemer sem iz previdnosti izhajal iz najmanj ugodnega scenarija rasti. Za pretekla leta so na voljo podatki o številu naročnikov SiOLa, medtem, ko so računovodski podatki na voljo le za leto 2000 in zadnje tri mesece leta 1999. Kot je razvidno iz spodnje tabele, predpostavljam, da bo stopnja rasti števila naročnikov SiOLa enaka stopnji rasti števila uporabnikov interneta v Sloveniji (število uporabnikov je sicer večje kot število naročnikov, vendar predpostavljam, da

razmerje med njima ostaja konstantno). Prav tako je v napovedih predpostavljena konstantna vrednost prihodkov iz prodaje storitev na naročnika, ki je enaka ocenjeni vrednosti iz leta 2000 (3.800 SIT na naročnika mesečno). Povprečna stopnja rasti v obdobju 2000-2005 tako znaša 26,7%, kar je za 3,3 odstotne točke pod oceno IDC o rasti trga v EU v istem obdobju (European Consumer ISP Market, 2001). Povprečna stopnja rasti v obdobju 2005-2010 pa znaša 4%.

5.3.2 SiOL - predpostavke izkaza uspeha

Kot osnova za vrednotenje podjetja na podlagi diskontiranega denarnega toka je bila izdelana napoved poslovanja za obdobje od leta 2001 do 2010. Izhodišče za napoved so projekcije o rasti števila uporabnikov interneta v Sloveniji in ocene o rasti tega trga v EU. Tako ocenjujem, da bodo čisti prihodki od prodaje do leta 2010 narasli na 12 milijard tolarjev.

Delež nabavne vrednosti blaga v prihodkih iz prodaje blaga in materiala v napovedih ostaja enak kot je bil v letu 2000 (22,5%). Enako velja za delež stroškov materiala in storitev v kosmatem donosu iz poslovanja (0,8% in 69,1%). Zaradi rasti podjetja je predvideno postopno povečanje števila zaposlenih (na 89 v letu 2010), pri čemer se bo stopnja rasti v obdobju 2001-2010 znižala z 21,4% na 1,9%. EBITDA marža se tako z 20,1% v letu 2000 do leta 2010 povzpne na 23,7%. Trend zviševanja EBITDA marže je opazen tudi pri tujih ponudnikih dostopa do interneta (T-Online, Wanadoo).

5.3.3 SiOL - predpostavke bilance stanja

V obdobju 2001-2005 so predvidene enake investicije kot v letu 2000. Na podlagi podatkov iz bilance stanja in izkaza uspeha ocenjujem, da je SiOL v letu 2000 investiral za 970 milijonov tolarjev. Po letu 2005 so investicije enake amortizaciji, pri čemer je predvidena 33% amortizacijska stopnja.

Vrednosti terjatev in obveznosti iz poslovanja v prihodnjem obdobju so predvidene na podlagi gibanja zalog in terjatev iz poslovanja v preteklosti. Terjatve do kupcev so v napovedih vezane okrog 70 dni, medtem ko se dnevi plačila kupcev gibljejo med 83 in 85. Zalog podjetje praktično nima.

6 Vrednotenje podjetja Telekom Slovenije d.d.

Vrednotenje podjetij je kompleksno opravilo, ki zahteva natančno analizo. Čeprav prodajno ceno v končni fazi postavi trg (ponudba in povpraševanje), se pojavijo primeri, ko cena ponudbe enostavno ni realna za prodajalca. Prodajna cena pri privatizaciji državnega podjetja je namreč eden glavnih dejavnikov uspešnosti privatizacijske metode. Odvisna je od percepcije vrednosti sredstev in vrednosti poslovanja (dejavnosti) podjetja s strani države in investitorja. Obe stranki transakcije imata pogosto različne poglede na prihodnjo finančno moč podjetja in dejavnike tveganja ter posledično tudi različno vrednotenje podjetja.

6.1 Dejavniki prodajne cene pri privatizaciji

Prodaja javnega podjetja z dražbo je standardna metoda za doseg enega od temeljnih ciljev privatizacije - ustvarjanja prihodka za državni proračun. Ločiti je mogoče tri skupine dejavnikov, ki vplivajo na neto prodajno ceno (Lopez-de-Silanes, 1997): značilnosti podjetja in panoge, proces dražbe in njegove zahteve ter prestrukturiranje podjetja pred prodajo. Pri tem je potrebno poudariti, da na vrednotenje državnega podjetja vplivajo številni dejavniki, ki se v zasebnem sektorju ne pojavljajo.

Neto prodajna cena, ki je eden od glavnih kriterijev metode privatizacije, je prodajna cena, zmanjšana za stroške prestrukturiranja in druge stroške, ki so nastali pred ali med procesom privatizacije.

6.1.1 Značilnosti podjetja in panoge

Po pričakovanju imajo poslovni in finančni rezultati državnega podjetja v obdobju pred privatizacijo pomemben vpliv na ceno pri prodaji. Toda poleg rezultatov na ceno vpliva tudi celoten skupek pogodb med državnim podjetjem in njegovimi deležniki, vključno delavci, managerji in delničarji (Lopez-de-Silanes, 1997). Vprašanja glede odnosov z delovno silo so pri državnih podjetjih še pomembnejša, ker imajo sindikati v javnem sektorju navadno večje zahteve in sorazmerno ugodnejše kolektivne pogodbe kot v zasebnem sektorju. Ker prestrukturiranje na novo privatiziranega podjetja navadno vključuje zniževanje presežne delovne sile in približevanje ravni plač panožnemu povprečju, utegne imeti prisotnost močnih sindikatov negativen vpliv na prodajno ceno. Podobno negativen učinek imajo tudi omejitve, ki jih glede števila zaposlenih in pogojev zaposlitve postavlja država kot prodajalec podjetja.

Omejitve dejavnosti operaterja le na upravljanje točno določene (obstoječe) infrastrukture in le na določena geografska območja ali omejitve glede uporabe sredstev ali resursov lahko zmanjšajo potencial rasti podjetja, povečajo njegove stroške in povzročijo negativne eksternalije. Posledično se zniža zanimanje investitorjev in/ali cena, ki so jo pripravljene plačati pri nakupu operaterja.

Pomemben vpliv na ceno ima tudi prisotnost zasebnih delničarjev že pred privatizacijo večjega državnega deleža. Pri določenih poslovnih rezultatih pred privatizacijo ima prodaja kontrolnega deleža navadno višjo ceno. Na drugi strani pa je pri prodaji manjšega državnega deleža podjetja, v katerem zasebni investitorji že imajo kontrolni delež, povezana z nižjo prodajno ceno, saj kontrolo nad podjetjem zadržijo prvotni delničarji. Premije za kontrolne deleže oziroma diskonti za manjšinske deleže so tem višji, čim slabše je urejeno pravno okolje in varstvo investitorjev (manjšinskih delničarjev) v določeni državi. V slabo urejenih gospodarsko-pravnih sistemih, kot so npr. novo nastajajoči trgi, se kot edini interesenti za nakup manjšinskega deleža pojavijo obstoječi imetniki kontrolnega deleža v podjetju.

Na ravni panoge imajo pomemben vpliv: tržni delež podjetja, način in stopnja regulacije, ovire za vstop novih konkurentov ter struktura trga. Državna podjetja so pogosto zaščitena pred konkurenco in soočena s sorazmerno ugodno regulacijo, saj je na ta način zaščitena njihova donosnost ter zmanjšane potrebe po državnih subvencijah. Če se pričakuje nadaljevanje tovrstne zaščite tudi v obdobju po privatizaciji, se pri prodaji doseže ustrezno višja cena.

6.1.2 Vpliv vrste in izvedbe avkcije na prodajno ceno

Na ceno vpliva tudi tip in izvedba avkcije, njena implementacija in terminski plan ter zaporedje privatizacije posameznih podjetij. Če želi vlada izkoristiti krivuljo učenja, bo najprej privatizirala podjetja v liberaliziranih sektorjih, kjer imajo napake pri izbiri metode privatizacije manjši učinek, nazadnje pa podjetja v monopolnih ali oligopolnih panogah, kjer so napake dražje (Lopez-de-Silanes, 1997). Po nekaj uspešnih privatizacijskih primerih se poveča tudi kredibilnost prodajalca, kar omogoči doseganje višjih premij/nizjih diskontov. Prodajno ceno povečuje tudi možnost plačila dela kupnine po pridobitvi deleža v podjetju. Investitor je tako izpostavljen manjšim likvidnostnim omejitvam in lahko bolj agresivno nastopa v procesu zbiranja ponudb.

Dosedanje študije so pokazale, da bolj konkurenčne avkcije vodijo k višji prodajni ceni. Na ceno vplivajo predvsem opcije, ki jih imata prodajalec in kupec, pri čemer gre predvsem za možnost ponovnega pogajanja o ceni ali ponovitev avkcije, če v prvotnem krogu ni dosežena za prodajalca primerna cena. Zlasti v razvijajočih se gospodarstvih ima velik pomen prisotnost tujih investorjev, kar poveča konkurenco med kupci ter omogoči priliv svežega tujega kapitala.

Angleška avkcija se začne z izhodiščno ceno, nato pa vsak potencialni kupec povečuje ceno, po kateri je pripravljen dobrino kupiti (Prašnikar, Debeljak, 1998). Angleška avkcija se konča takrat, ko nihče od dražiteljev ne želi več zvišati ponujene cene, dobrina pa se proda tistemu, ki je ponudil najvišjo ceno. Optimalna strategija draženja pri angleški avkciji je, da dražitelj zvišuje ceno po najmanjših mogočih korakih, dokler je ponujena cena nižja od njegove subjektivne vrednosti dobrine. Pri angleški avkciji je možno sodelovanje med kupci, saj morebitna prevara ne more zmanjšati koristi nobenega od sodelujočih dražiteljev, niti jih povečati.

Na javnih razpisih za prodajo dobrin se pogosto uporablja tajna avkcija z najvišjo ceno. Pri tej obliki vsi potencialni kupci zapišejo svojo ponudbo (ki je skrita pred drugimi ponudniki) in jo posredujejo prodajalcu. Po pregledu vseh ponudb dobi dobrino tisti ponudnik, ki je ponudil najvišjo ceno. Strategija draženja, ki jo ubere posamezen kupec, je odvisna od subjektivno zaznane vrednosti dobrine in od predpostavk vrednosti, ki jo dobrini pripisujejo drugi dražitelji. Če posamezen dražitelj ni naklonjen tveganju, bo vedno ponudil ceno, ki bo enaka njegovi subjektivno zaznani vrednosti dobrine, če pa je do tveganja nevtralen, bo ponudil malo več, kot meni, da je druga najvišja subjektivna vrednost preostalih dražiteljev. Pri tej avkciji se sodelovanje med dražitelji težko razvije, ker so koristi prevare večje od koristi sodelovanja. Podobno strategijo bo ubral kupec pri avkciji s padajočo ceno (nizozemska avkcija).

Na avkcijah se pogosto prodajajo tudi dobrine, ki jim je mogoče določiti objektivno vrednost. Dražitelji te vrednosti med dražbo ne vedo, zato morajo strategijo prilagoditi svoji oceni objektivne vrednosti dobrine (Prašnikar, Debeljak, 1998). Na drugi strani pa prodajalec običajno pozna objektivno vrednost dobrine in poskuša izkoristiti informacijsko asimetrijo za maksimiranje prodajne cene. Če predpostavimo normalno porazdelitev ocen okrog dejanske objektivne vrednosti dobrine, potem na taki avkciji zmaga tisti, ki je najbolj precenil objektivno vrednost (prekletstvo zmagovalca). Pri tej vrsti avkcije je optimalna strategija dražitelja podobna kot pri tajni avkciji z najvišjo ceno. Razlika je le v tem, da dražitelji vedo za problem prekletstva zmagovalca in zato ponudijo manj, kot je njihova ocena objektivne vrednosti dobrine.

V teoriji optimalnih avkcij prodajalec nastopa kot monopolist, ki lahko za maksimiranje prodajne cene izbere katerikoli mehanizem. Zastavlja se vprašanje, ali je z vidika maksimiranja kupnine za prodajalca bolje prodati podjetje na avkciji brez najnižje dopustne cene, ali je ustrežnejše optimalno izvedeno pogajanje z enim kupcem manj. Na teoretični ravni je bilo dokazano (Bulow, Klemperer, 1993), da je v večini razmer pri angleški avkciji z $N+1$ ponudniki pričakovani prihodek prodajalca višji kot prihodek, ki ga prodajalec lahko pričakuje, če popolnoma izkoristi svoj monopolni položaj (pri avkciji postavlja različne omejitve) proti N ponudnikom. Povedano drugače: še tako velika pogajalska moč prodajalca ne odtehta koristi, ki jih prinaša večje število kupcev.

Za prodajalca je torej bolj koristno, da svoje resurse nameni širitvi trga (števila kupcev), kot pa zbiranju informacij o povpraševanju in oblikovanju optimalne strategije prodaje. Tako tudi ni smotno omejiti števila kupcev in na ta način omogočiti prodajalcu večjo kontrolo nad potekom pogajanj. Prav tako je za prodajalca škodljiva vsaka vrsta sporazuma, ki ga omejuje pri izvajanju pogajanj z dodatnimi kupci oziroma pri povečanju števila potencialnih dražiteljev.

Zgoraj omenjeno hipotezo potrjujejo tudi empirične študije privatizacije v Mehiki (Lopez-de-Silanes, 1997). Avtor študije ugotavlja, da je maksimiranje števila ponudnikov odprte avkcije najboljši način maksimiranja prihodkov od prodaje državnega podjetja. Kljub temu, da je višina prejete kupnine zelo občutljiva na stopnjo konkurence v procesu avkcije, pa vlade pogosto omejujejo udeležbo (zlasti tujih kupcev) na avkcijah.

6.1.3 Prestrukturiranje podjetja pred prodajo

V zvezi z prestrukturiranjem pred privatizacijo je potrebno omeniti predvsem (Lopez-de-Silanes, 1997): spremembe v managementu, znižanje presežne delovne sile in ponovna pogajanja o kolektivnih pogodbah, prevzem ali odpis posojil, programe za izboljšanje učinkovitosti ter investiranje ali dezinvestiranje sredstev. Zamenjave managerjev imajo glede na njihovo kvaliteto lahko pozitiven ali negativen vpliv na prodajno ceno, vendar velja, da vodenje državnega podjetja zahteva druge managerske spretnosti (pogajanje z državo) kot vodenje zasebnega podjetja, ki se sooča s konkurenco.

Zmanjševanje presežne delovne sile in sestavo novih kolektivnih pogodb lahko enako dobro ali celo bolje kot država opravi novi lastnik podjetja. Njegova komparativna prednost pri teh

aktivnostih so jasneje definirani cilji in večja pogajalska moč s sindikati, komparativna prednost države pa se pojavi, kadar so na voljo alternativne možnosti zaposlitve presežnih delavcev.

Neto učinek prevzema dolgov javnega podjetja s strani države je vprašljiv. V skladu s klasično ekonomsko teorijo bi moral biti neto učinek prevzema dolga enak nič. V primeru, da so pogoji pridobitve dolžniških virov financiranja za državna podjetja boljši kot za zasebna, ima prevzem dolgov s strani države negativen učinek na ceno podjetja. V primeru, da dolg ostane, bi namreč kupec podjetja pridobil na račun upnikov, ki so podjetju pred spremembo lastništva posojali pod milejšimi pogoji. Na drugi strani pa ima odpis dolga visoko zadolženemu podjetju pozitiven učinek na ceno, saj se znižajo potencialni stroški (verjetnost) stečaja podjetja.

Programi za izboljšanje učinkovitosti, produktivnosti in poslovnih rezultatov podjetja pred privatizacijo imajo pozitiven neto učinek samo v primeru, kadar lahko država prestrukturira podjetje ceneje, kot bi to storil zasebni lastnik. Razlogi za prestrukturiranje pred privatizacijo so lahko tudi neodvisni od cilja maksimiranja prodajne cene: preprečevanje brezposelnosti, zagotavljanje opravljanja univerzalnih storitev, itd. Možno je tudi dezinvestiranje presežnih sredstev ali razdelitev podjetja na manjša dele.

6.1.4 Začetni diskont pri prodaji državnih podjetij

Podjetje, ki začne kotirati na borzi, je investitorjem sorazmerno slabo poznano. Pomanjkanje informacij pomeni tveganje za investitorja, kar se odraža v določenem diskontu pri prodajni ceni (Jackson in Price, 1994). Začetni diskont se izračuna kot razlika med ceno, po kateri država proda svoj delež, in ceno, ki se izoblikuje ob začetku kotacije na organiziranem trgu. Diskont mora biti dovolj velik, da je celotna izdaja delnic razprodana, na drugi strani pa je v interesu prodajalca, da je diskont čim manjši in s tem prodajna cena višja. Pri privatizaciji državnih monopolov začetno prodajno ceno znižuje tudi negotovost v zvezi s prihodnjo regulacijo panoge in sprostitev konkurence. To je tudi razlog, da so pri podjetjih, ki se že pred privatizacijo uspešno soočijo s konkurenco, začetni diskonti nižji. Začetni diskont pri prvi javni prodaji je značilen tudi za zasebna podjetja, pojavlja pa se vprašanje, ali je pri prvi javni prodaji državnih podjetij višji.

Pri izbiri metode privatizacije se pojavi nov konflikt interesov. Fiksna cena ponudbe je boljša za razpršitev lastništva na širok krog delničarjev, vendar se pri tem pojavi relativno višji začetni diskont. Zbiranje konkurenčnih ponudb pa na drugi strani maksimira prodajno ceno.

Kadar se podjetje prodaja managementu ali tretji osebi, se v zvezi z vrednotenjem odpira novo vprašanje. Vrednotenje državnega podjetja pred privatizacijo, ko maksimiranje vrednosti premoženja delničarjev ni njegov glavni cilj, se zaradi pojava nove strukture ciljev razlikuje od vrednotenja podjetja z zasebnim kapitalom. Vprašljivo je torej, ali lahko država pričakuje prodajno ceno enako sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov, katerih maksimiranje ni njen prvi cilj, oziroma v primeru državnega lastništva sploh ne bi bili doseženi. To je tudi eden od razlogov, da daje država pri postavitvi prodajne cene podjetja določen diskont na sedanjo vrednost pričakovanih denarnih tokov.

6.1.5 Vpliv likvidnosti naložbe in lastniškega deleža na vrednost

Vrednost podjetja, ocenjeno na podlagi metode diskontiranja denarnih tokov ali na podlagi primerjave s podjetji, katerih delnice kotirajo na tujih borzah, je potrebno prilagoditi za dejavnike, ki v teh metodah niso bili upoštevani. Te prilagoditve se kažejo kot določena premija ali diskont glede na prvotno ocenjeno vrednost, katerega višina je odvisna od uporabljene metode vrednotenja ter od dejavnikov, kot sta likvidnost naložbe in vpliv na vladanje v podjetju.

Eden od dejavnikov, ki vplivajo na vrednost posamezne naložbe, je njena likvidnost. Če so vsi ostali dejavniki nespremenjeni, bo bolj likvidna naložba vredna več od manj likvidne, kar je tudi razlog, da se z manj likvidnimi vrednostni papirji trguje z občutnim diskontom glede na bolj likvidne vrednostne papirje s sicer podobnimi značilnostmi. Na likvidnost posameznega vrednostnega papirja (delnice) vplivajo naslednji dejavniki (Mard, 2001):

- število delničarjev;
- velikost svežnja delnic, ki ga vrednotimo;
- omejitve pri trgovanju, ki jih postavljajo različni sporazumi in zakonodaja;
- kotacija na organiziranem delniškem trgu (borzi).

Obstaja več metod, s katerimi je mogoče oceniti ustrezno velikost diskonta za nelikvidnost delnice ali poslovnega deleža. Ena od njih je primerjava razlike med ceno, po kateri so bile delnice ponujene v prvi javni prodaji, in ceno, po kateri se je s temi delnicami trgovalo pet mesecev pred začetkom javnega trgovanja. Druga metoda, ki je v primeru Telekoma Slovenije uporabnejša, primerja cene, po katerih se z delnicami trguje na različnih trgih. Delnice podjetij, s katerimi se je trgovalo na t.i. prostem trgu (OTC), so bile po njihovi uvrstitvi na običajno borzo v povprečju za 26 odstotkov dražje. Ta diskont se v zadnjem času zaradi razvoja OTC trga postopoma znižuje (The Source of Control Premium Data and What It Does Not Tell You, 1999).

Pri nakupu celotnega podjetja ali kontrolnega lastniškega deleža pa se praviloma trguje z določeno premijo. Poglavitni razlogi, zaradi katerih je kupec pripravljen plačati premijo za kontrolni lastniški delež, so naslednji (Mard, 2001):

- za privabljanje večjega števila prodajalcev in nakup večjega števila delnic je zaradi naraščajoče krivulje ponudbe potrebno plačati višjo ceno;
- vrednost svežnja delnic ali poslovnega deleža odraža možnost vpliva na vladanje v podjetju. Kontrolni delež v nasprotju z manjšinskim deležem svojemu lastniku omogoča, da imenuje nadzorni svet in preko njega upravo družbe, oblikuje dividendno politiko podjetja, odloča v zvezi z nakupi in prodajami lastnih delnic, vpliva na strategijo podjetja ipd;
- kupec pri svojem vrednotenju podjetja upošteva tudi prihranke in sinergije, ki se bodo pojavile kot posledica prevzema.

Najpogosteje uporabljen vir za oceno premij za kontrolni delež je Mergerstat (The Source of Control Premium Data and What It Does Not Tell You, 1999). Mergerstat spremlja podatke o javno objavljenih združitvah, prevzemih in prodajah, pri katerih je vsaj ena stranka podjetje iz ZDA, kjer je v transakcijo vključenih več kot 10 odstotkov lastniškega kapitala posamezne družbe in kjer vrednost transakcije presega 1 milijon ameriških dolarjev. Mergerstat definira kontrolno premijo kot razliko med ceno delnice pri nakupu kontrolnega deleža in ceno pet trgovalnih dni pred tem nakupom. Po njihovih podatkih se je v obdobju od drugega četrletja 1999 do prvega četrletja 2001 povprečna premija za kontrolni delež gibala med 40 in 50 odstotki, v drugem četrletju leta 2001 pa je padla na 38,1 odstotka. V obdobju od leta 1974 do 1998 se je povprečna premija gibala med 50,1 odstotka (1974) in 35,1 odstotka (1998). Ni presenetljivo, da je za velikost premije pri posameznih prevzemih značilna sorazmerno visoka variabilnost. Od skupno 482 transakcij, pri katerih je bila za kontrolni delež plačana premija, so bile vrednosti premije najpogostejše v intervalu od 0 do 15 odstotkov, sledil pa je interval od 15 do 30 odstotkov. Povprečno vrednost tako zvišujejo premije v višjih velikostnih razredih, ki pa so manj pogoste.

6.2 Metode vrednotenja

Temeljne metode vrednotenja, ki se uporabljajo pri privatizaciji državnih podjetij, so: neto vrednost sredstev, razmerje med tečajem delnice in dobičkom na delnico (*P/E Ratio*) in podobni kazalniki ter diskontirana vrednost prihodnjih denarnih tokov (Valuation and privatisation, 1993).

Tabela 6-1: Metode vrednotenja telekomunikacijskih podjetij

Analiza primerljivih podjetij	Analiza primerljivih prevzemov	Analiza na podlagi denarnega toka
<ul style="list-style-type: none"> • Primerjava s podjetji, ki kotirajo na borzah in imajo podobne poslovno-finančne značilnosti. • Vrednotenje na podlagi multiplikatorjev poslovnih rezultatov (prihodki, EBITDA, EBIT, ...) • Pokaže kako trg na podlagi poslovnih rezultatov vrednoti prihodnje poslovanja podjetja ali celotne panoge 	<ul style="list-style-type: none"> • Primerjava s preteklimi transakcijami, pri katerih so bila predmet nakupa podjetja s podobnimi poslovno-finančnimi značilnostmi. • Pomembni so multiplikatorji poslovnih rezultatov in marže (EBITDA/prihodki, EBIT/prihodki). • Kaže strateško vrednost podjetja (sinergijske potenciale). • Problem predstavlja primerjava prevzemov v različnih obdobjih. 	<ul style="list-style-type: none"> • Vrednotenje na podlagi vrednosti napovedanega prostega denarnega toka in preostale vrednosti. • Kot diskontna stopnja se uporablja tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC). • Vrednotenje na podlagi denarnega toka vključuje detajlno analizo podjetja. • Pokaže nosilce vrednosti podjetja (analiza občutljivosti).

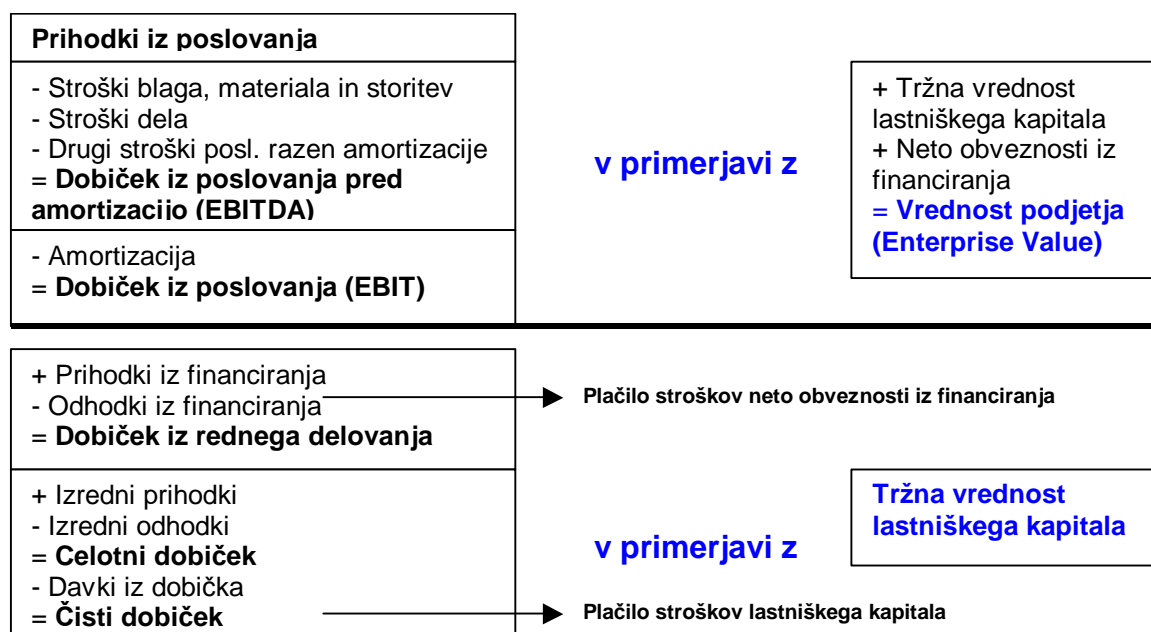
Vir: Scheurle, B.l.

Vse zgoraj naštetih metode se nanašajo na računovodske podatke in so zato odvisne od računovodskih metod. Gre za razlike v amortizacijskih stopnjah, izkazovanju vrednosti sredstev in uporabi koncepta sedanjih ali preteklih stroškov (Jackson in Price, 1994). Pri uporabi računovodskih metod v javnih podjetjih se pojavlja precejšnja raznolikost. Državna podjetja, ki ustvarjajo visoke dobičke, le-te pogosto prikrivajo z visokimi amortizacijskimi stopnjami, revalorizacijo ali drugimi računovodskimi tehnikami, na drugi strani pa šibkejša podjetja na podoben način prikrivajo svojo izgubo. V obdobju, ko se približuje privatizacija, pa podjetja v želji po prikazu boljših računovodskih izkazov zamenjajo računovodske metode (*window dressing*). Primer takega ravnanja je British Telecom, ki je pred privatizacijo prešel iz koncepta sedanjih stroškov na koncept preteklih stroškov in tako uspel prikazati višje dobičke.

6.2.1 Primerjalno vrednotenje

Pri primerjalnem vrednotenju se vrednost določene naložbe določi na podlagi primerjave z vrednostjo, ki jo primerljivim naložbam pripisuje trg (Damodaran, 2002). Prvi korak primerjalnega vrednotenja je iskanje primerljivih naložb in njihovih tržnih vrednosti. Drugi korak je pretvorba tržnih vrednosti v standardizirane kazalnike (multiplikatorje), saj absolutnih cen ni mogoče neposredno primerjati. Tretji korak je ocena vrednosti posamezne naložbe na podlagi primerjave kazalnikov. Pri tem je potrebno upoštevati vse razlike med primerjanimi naložbami (delnicami), ki lahko vplivajo na njihovo vrednost.

Slika 6-1: Izračun vrednosti podjetja in vrednosti lastniškega kapitala na podlagi multiplikatorjev poslovnih rezultatov



Vir: Scheurle, B.l..

Pri definiciji posameznega kazalnika je potrebna konsistentnost, kar pomeni, da tako imenovalci kot števec predstavljata ekonomsko kategorijo, ki pripada isti skupini deležnikov (*claimholders*) v podjetju (Damodaran, 2002). Če v imenovalcu nastopa tržna vrednost delnice, potem jo je

potrebno primerjati s kategorijami, kot sta dobiček na delnico ali knjigovodska vrednost delnice. Če pa v imenovalcu nastopa vrednost podjetja (*enterprise value*, EV), ki je vsota tržne kapitalizacije in neto dolga, potem jo primerjamo s kategorijami, ki pripadajo tako delničarjem kot upnikom podjetja (prihodki iz poslovanja, dobiček iz poslovanja pred amortizacijo, dobiček iz poslovanja, itd.).

6.2.2 Metoda diskontiranja denarnih tokov

Dinamična metoda vrednotenja nam z diskontiranjem bodočih prostih denarnih tokov da vrednost podjetja. V primeru podjetij Telekom, Mobitel in SiOL je bila za vrednotenje uporabljena posredna metoda, kar pomeni, da so bili osnova za vrednotenje prosti denarni tokovi lastnikom in upnikom, ki so bili izračunani na podlagi napovedi poslovanja. Vrednost podjetja se izračuna po naslednji formuli (Brigham et al., 1999, str. 129):

$$V_{op} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+k_C)^t}$$

- V_{op} - vrednost podjetja⁶ (*value of operations*);
- FCF_t - prosti denarni tok v obdobju t ;
- k_C - diskontna stopnja, ki predstavlja strošek kapitala;
- t - obdobje, za katerega je izračunan denarni tok.

Vrednost lastniškega kapitala se izračuna tako (Brigham et al., 1999, str. 134), da se vrednosti podjetja prišteje vrednost presežnih neposlovnih sredstev (npr. presežne kratkoročne finančne naložbe) ter odšteje celotna vrednost dolžniških virov financiranja (kratkoročne in dolgoročne obveznosti iz financiranja, katerih strošek so obresti).

Prosti denarni tok se izračuna kot vsota dobička iz poslovanja prilagojenega za davke (*net operating profit after taxes*, NOPAT) in amortizacije, zmanjšana za vrednost naložb v poslovna sredstva (neopredmetena dolgoročna sredstva in opredmetena osnovna sredstva ter obratni kapital).

Pri posredni metodi vrednotenja se za diskontno stopnjo (k_C) uporablja tehtano povprečje stroškov kapitala (*weighted average cost of capital*, WACC), s katerim se diskontirajo prosti denarni tokovi lastnikom in upnikom. Tehtano povprečje stroškov kapitala je izračunano upoštevajoč strošek lastniškega kapitala (k_S) in strošek dolga po davkih, pri čemer so uteži določene na podlagi tržne vrednosti posameznih virov financiranja (Copeland et al., 1990).

Strošek lastniškega kapitala je bil določen na podlagi modela CAPM (*capital asset pricing model*), katerega osnovni parametri so bili: netvegana donosnost v višini realno 3,5%, tržna premija za tveganje v višini 6,4% (Damodaran, 2002) in koeficient beta, ki je merilo tveganosti

⁶ Pri primerjalnem vrednotenju vrednosti podjetja (*value of operations*) ustreza t.i. *enterprise value* (EV).

naložbe znotraj tržnega portfelja. Formula za izračun stroška lastniškega kapitala po CAPM je naslednja (Brigham et al., 1999):

$$k_S = k_{RF} + b \cdot RP_M$$

k_S - strošek lastniškega kapitala;

k_{RF} - netvegana donosnost;

b - beta lastniškega kapitala;

RP_M - tržna premija za tveganje.

Netvegana donosnost je bila ocenjena na podlagi donosnosti državnih obveznic z zapadlostjo nad enim letom. Ker so prosti denarni tokovi napovedani v stalnih cenah v SIT, je bila za izračun stroška kapitala uporabljena realna donosnost do dospelosti tolarskih državnih obveznic z zapadlostjo nad enim letom. Povprečna donosnost je izračunana kot enostavno aritmetično povprečje donosnosti posameznih obveznic.

Tabela 6-2: Realna donosnost do dospelosti tolarskih obveznic Republike Slovenije

Oznaka	Tržni tečaj	Donosn. do dosp.	Dospelost
RS06	100,0	2,81%	15.02.15
RS10	102,0	3,68%	31.05.07
RS14	101,0	3,18%	01.06.03
RS16	100,0	4,06%	24.02.03
RS17	100,5	4,40%	24.02.05
RS20	102,7	2,69%	01.12.03
RS21	100,0	0,99%	01.03.15
RS22	100,5	4,44%	13.12.06
RSH	104,0	4,26%	15.10.05
RSI	105,1	3,99%	15.10.06
Povprečje		3,45%	

Vir: Ljubljanska borza d.d., 2001; lasten izračun.

Beta lastniškega kapitala Telekoma, Mobitela in SiOLa je določena na podlagi primerjave s tujimi podjetji v isti panogi, ki kotirajo na delniških trgih. V spodnji tabeli so vrednosti koeficienta beta za lastniški kapital teh podjetij ter vrednosti koeficienta beta popravljene za finančni vzvod. Za prilagoditev bete za finančni vzvod je uporabljena Hamadova formula (Brigham et al., 1999):

$$b = b_U \cdot [1 + (1 - T) \cdot (D / S)]$$

b - beta lastniškega kapitala

b_U - beta sredstev

T - efektivna davčna stopnja (povprečje zadnjih petih let)

D/S - razmerje med dolgom in tržno vrednostjo lastniškega kapitala (povprečje zadnjih petih let)

Tabela 6-3: Izračun bete telekomunikacijskih podjetij

Podjetje	Tržni indeks	Beta ⁷	Efektivna davčna stopnja	Celotni dolg / Tržna vredn. kap.	Beta _U
Deutsche Telekom	DAX	1,03	37,6%	0,68	0,72
France Telecom	CAC	1,21	42,4%	0,36	1,00
Portugal Telecom	Portugal PSI-20	1,21	38,6%	0,33	1,01
Telefonica	IBEX35	1,28	16,1%	0,47	0,92
Swisscom	Swiss Market Index	0,47	13,0%	0,17	0,41
Tele Danmark	KFC	1,27	37,3%	0,16	1,15
Telecom Italia	MIB 30	1,19	47,8%	0,22	1,07
Cesky Telecom	PX 50	1,40	30,2%	0,21	1,22
MATAV	BUX	0,91	3,8%	0,14	0,80
Bezeq	Tel Aviv 100	1,08	40,5%	0,83	0,72
Telekomunikacija Polska	WIG 20	1,21	39,9%	0,29	1,03
Vodafone	FTSE100	1,25	35,2%	0,06	1,20
Povprečje		1,13	31,9%	0,33	0,94

Vir: Bloomberg Professional, 2001; lasten izračun.

Beta za podjetje SiOL d.o.o. je bila ocenjena primerjalno, na podlagi podatkov o vrednosti bete ter finančnem vzvodu podjetij v panogi računalniških storitev (*computer services*). Povprečna vrednost bete, ki je izračunana na podlagi tedenskih donosnosti posameznih delnic in indeksa S&P500, znaša 1,81 (Marketguide, 2001). Ob povprečnem razmerju med dolgom in lastniškim kapitalom 0,30 in povprečni davčni stopnji 35% znaša na podlagi Hamadove formule ocenjena beta sredstev (b_U) 1,51.

Beta sredstev dolgoročno konvergira proti vrednosti 1, zato je bila za kontinuirano obdobje (oddaljena leta, za katera ni bila izvedena eksplicitna napoved finančnih izkazov in denarnega toka) pri vseh treh podjetjih uporabljena t.i. prilagojena beta, ki je izračunana po enačbi (Brigham et al., 1999):

$$b_P = 0,67 \cdot (b) + 0,33 \cdot (1)$$

Strošek dolga je ocenjen na podlagi podatkov o povprečni aktivni obrestni meri bank v Sloveniji, ki znaša realno 4,5% za kratkoročna in realno 6% za dolgoročna posojila. Ker imajo v projekciji bilance stanja tudi kratkoročna posojila Telekomu dolgoročen značaj (se obnavljajo), je bila za vse obveznosti iz financiranja predpostavljena realno 6% obrestna mera.

6.3 Primerjalno vrednotenje Telekoma Slovenije

6.3.1 Primerjalno vrednotenje Telekoma za portfeljskega investitorja

Delnico Telekoma Slovenije sem vrednotil na podlagi primerjave s sorodnimi podjetji v tujini (glej Priloga 13 na str. 12). Glede na regijo, v kateri se nahaja Slovenija (Srednja Evropa), so najbolj primerljivi naslednji telekomunikacijski operaterji: Telekomunikacija Polska SA (TPSA), Matav Rt., Eesti Telecom (Estonski Telekom) in Cesky Telecom. Osnova za oceno so

konsolidirani računovodski izkazi zgoraj naštetih podjetij za leto 2001 (izjema je TPSA, katere računovodski izkazi so za leto 2000), ki so narejeni v skladu z mednarodnimi računovodskimi standardi (MRS). Vrednost delnice Telekom Slovenije je prav tako ocenjena na podlagi zadnjih razpoložljivih konsolidiranih računovodskih izkazov (za leto 2000), ki pa so narejeni v skladu s slovenskimi računovodskimi standardi (SRS). Skupina Telekom Slovenije je imela konec leta 2000 za 69.573 mio SIT neto dolga, knjigovodska vrednost lastniškega kapitala pa je znašala 172.058 mio SIT. Ustvarili so za 102.995 mio SIT prihodkov, za 42.485 mio SIT dobička pred obrestmi, davki in amortizacijo ter za 5.076 mio SIT čistega dobička.

Eno od glavnih načel, ki se jih je treba držati pri primerjavi računovodskih izkazov dveh podjetij, je, da morajo biti ti sestavljeni po enakih načelih. Obstaja več pomembnih razlik med SRS in MRS pri čemer so najpomembnejše naslednje (Cook, Lavrenčič, 2000):

- v Sloveniji se dolgoročna sredstva in obveznosti ter kapital revalorizirajo, t.j. povečujejo v skladu z rastjo cen življenjskih potrebščin. Razlika med revalorizacijo postavk na aktivni strani in na pasivni strani se v večini primerov pokaže kot revalorizacijski primanjkljaj, ki znižuje čisti dobiček podjetja;
- Obračunana amortizacija je v slovenskih podjetjih večja od obračunane amortizacije v tujih podjetjih, kar lahko pripišemo večji svobodi pri izbiri amortizacijskih stopenj in revalorizaciji, ki povečuje amortizacijsko osnovo;
- SRS v primerjavi z MRS dovoljuje večje odhodke iz naslova oblikovanja dolgoročnih rezervacij.

Navedenih omejitev se je potrebno zavedati pri primerjavi razmerja med tečajem in čistim dobičkom na delnico (multiplikator čistega dobička na delnico) ali razmerja med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice, saj bi bil čisti dobiček po MRS pri večini podjetij višji od čistega dobička po SRS. Obratno velja za knjigovodsko vrednost delnice, ki je zaradi revalorizacije kapitala pri slovenskih podjetjih sorazmerno visoka. Zato so za primerjavo slovenskih in tujih podjetij primernejši tisti kazalniki, ki niso v tolikšni meri odvisni od uporabljenih računovodskih standardov. V primeru Telekoma sta takšna kazalnika razmerje med vrednostjo podjetja in prihodki od prodaje ter razmerje med vrednostjo podjetja in EBITDA. Vrednost delnice, ki je ocenjena na podlagi teh dveh kazalnikov, se giblje med 24.607 SIT in 26.650 SIT.

Tabela 6-4: Primerjalno vrednotenje za portfeljskega vlagatelja na dan 2.4.2002

Kazalnik	Vrednost kazalnika	Vrednost delnice Telekoma Slovenije ob tem kazalniku
EV / prihodki od prodaje	2,37	26.650 SIT
EV / EBITDA	5,42	24.607 SIT
Tečaj / čisti dobiček na delnico	14,29	11.101 SIT
Tečaj / knjigovodska vredn. deln.	1,98	52.092 SIT

⁷ Beta je izračunana na podlagi tedenskih donosnosti v obdobju december 1996 – december 2001

6.3.2 Primerjalno vrednotenje Telekoma za strateškega investitorja

Osnova za vrednotenje na podlagi predhodnih strateških nakupov telekomunikacijskih operaterjev so naslednje transakcije:

- V letu 2001 je poljska vlada za 825 milijonov ameriških dolarjev prodala 12,5-odstotni delež Telekomunikacije Polska S.A. (TPSA) konzorciju, ki ga sestavljata France Telecom in Kulczyk Holding.
- Julija 2000 je bil Deutsche Telekom na mednarodnem tenderju izbran za strateškega investitorja v Slovaški Telekom. Deutsche Telekom je za 51-odstotni delež skupaj z dokapitalizacijo v višini 400 milijonov evrov plačal 1 milijardo evrov.
- Julija 2000 je poljska državna zakladnica za 18,62 milijard zlotov (4 milijarde ameriških dolarjev) prodala 35 odstotkov delnic TPSA konzorciju France Telecoma in Kulczyk Holdinga.
- KPN je decembra 1998 za 267 milijonov ameriških dolarjev na borzi v Pragi kupil dodatnih 6,5 odstotka delnic SPT Telekoma. Skupaj s 27 odstotki, ki jih je KPN preko konzorcija TelSource obvladoval že prej, se je njegov lastniški delež povečal na 51 odstotkov, kar mu zagotavlja glasovalno večino.
- Romunska vlada je novembra 1998 za 675 milijonov ameriških dolarjev prodala 35-odstotni delež v RomTelecomu grškemu operaterju OTE. OTE je poleg omenjenega lastniškega deleža pridobil še 16 odstotkov dodatnih glasovalnih pravic.
- Avstrijska vlada je oktobra 1998 za 2,4 milijarde ameriških dolarjev Telecomu Italia prodala 25 odstotkov in eno delnico Telekoma Austria.
- Sonera je septembra 1998 za 240 milijonov ameriških dolarjev od Cable & Wireless kupila dodatnih 30,9 odstotka Lattelekoma in tako povečala svoj lastniški delež na 44,1 odstotka.
- Konzorcij, ki sta ga sestavljala Sonera in Telia, je julija 1998 za 520 milijonov ameriških dolarjev kupil 60-odstotni delež Lietuvos Telekoma in se zavezal k investicijam v višini 221 milijonov dolarjev.
- Armenska vlada (41%) in Trans World Telecom (49%) sta marca 1998 prodala 90-odstotni delež ArmenTela grškemu OTE za 142,5 milijona dolarjev. OTE se je zavezal, da bo pred letom 2003 investiral v podjetje 200 milijonov dolarjev, od tega polovico še pred letom 2000.

Tabela 6-5: Multiplikatorji poslovnih rezultatov pri strateških nakupih operaterjev fiksne telefonije

Leto transakcije	Strateški investitor	Ciljno podjetje	Vrednost v mio. USD		EV / prihodki	EV / EBITDA
			Lastniški kapital	Vrednost podj. (EV)		
2001	France Telecom (Francija)	TPSA (Poljska)	6.600	10.482	2,8	6,6
2000	Deutsche Telekom (Nemčija)	Slovak Telecom (Slovaška)	880	1.046	2,8	6,8
2000	France Telecom (Francija)	TPSA (Poljska)	12.263	15.992	4,7	10,9
1998	KPN (Nizozemska)	SPT Telecom (Češka Republika)	4.108	4.891	3,5	7,4
1998	OTE (Grčija)	RomTelecom (Romunija)	1.929	2.229	3,6	8,6
1998	Telecom Italia (Italija)	Telekom Austria (Avstrija)	9.470	13.195	3,6	6,9
1998	Sonera (Finska)	Lattelekom (Latvija)	777	807	4,9	n.p.
1998	Sonera & Telia (Finska, Švedska)	Lietuvos Telekomas (Litva)	850	902	5,3	n.p.
1998	OTE (Grčija)	ArmenTel (Armenija)	158	158	3,0	n.p.
Povprečna vrednost kazalnika					3,8	7,9

Vir: Scheurle, B.I.; letna poročila telekomunikacijskih operaterjev; lasten izračun.

Vrednost delnice Telekoma Slovenije, ki je bila ocenjena na podlagi strateških nakupov telekomunikacijskih podjetij v tujini, se giblje od 40.476 SIT (ocena na podlagi povprečne vrednosti razmerja med vrednostjo podjetja in prihodki od prodaje) do 49.214 (ocena na podlagi povprečne vrednosti razmerja med vrednostjo podjetja in EBITDA). Obe oceni temeljita na konsolidiranih računovodskih izkazih Telekoma iz leta 2000. Tako dobljeni oceni sta za 64 do 85 odstotkov višji od primerjalnih ocen na podlagi telekomov, ki kotirajo na srednjeevropskih borzah, kar kaže na znatno premijo za večji paket delnic. Pri tem pa se je potrebno zavedati največje omejitve vrednotenja na podlagi preteklih strateških nakupov, ki jo predstavlja časovna neprimerljivost posameznih transakcij. Vrednosti telekomunikacijskih delnic so namreč danes občutno nižje, kot so bile v času, ko so se zgodili zgoraj prikazani nakupi.

6.4 Vrednotenje Telekoma Slovenije na podlagi diskontiranih denarnih tokov

Vrednost lastniškega kapitala družbe Telekom Slovenije d.d. na dan 31.12.2001 je izračunana na naslednji način:

Vrednost lastniškega kapitala družbe Telekom Slovenije d.d.	=	Vrednost lastniškega kapitala družbe Telekom Slovenije d.d. brez hčerinskih družb Mobitel d.d. in SiOL d.o.o.
	+	Vrednost naložbe v družbo Mobitel d.d. (lastniški delež Telekoma je 100%)
	+	Vrednost naložbe v družbo SiOL d.o.o. (lastniški delež Telekoma je 100%)

Vrednost poslovanja (*value of operations*) vseh treh podjetij je ocenjena z diskontiranjem prostega denarnega toka, ki je namenjen upnikom in lastnikom podjetja. Denarni tok je v obdobju eksplicitne napovedi, ki traja od leta 2002 do 2010 (pri Mobitelu zaradi značilnosti investicije v UMTS do leta 2016), ocenjen na podlagi napovedi izkaza uspeha in bilance stanja, za kontinuirano obdobje pa je ocenjena t.i. preostala vrednost (*continuing value*). Preostala vrednost je izračunana po naslednji formuli (Brigham et al., 1999, str. 131):

$$CV = \frac{FCF_{N+1}}{(k_c - g)}$$

CV - preostala vrednost;

FCF_{N+1} - prosti denarni tok v prvem letu po obdobju eksplicitne napovedi poslovanja;

k_c - diskontna stopnja, ki predstavlja strošek kapitala (WACC);

g - stopnja rasti prostega denarnega toka v kontinuiranem obdobju.

Prosti denarni tok v prvem letu po obdobju eksplicitne napovedi poslovanja (FCF_{N+1}) je ocenjen na podlagi dobička iz poslovanja, prilagojenega za davke (NOPAT) v zadnjem letu eksplicitne napovedi. Predpostavljena je konstantna stopnja rasti NOPAT-a v kontinuiranem obdobju, ki pri Telekomu znaša 2%, pri Mobitelu in SiOLu pa 3%.

Za vsako leto eksplicitne napovedi denarnih tokov je ocenjeno tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC), pri čemer so uteži določene na podlagi ocenjenih tržnih vrednosti posameznih sestavin kapitala v posameznem letu. Strošek lastniškega kapitala (kot komponenta WACC) je bil ocenjen na podlagi CAPM, pri čemer je bila beta v posameznem letu prilagojena za razmerje med vrednostjo dolga in ocenjeno tržno vrednostjo lastniškega kapitala.

Končna vrednost lastniškega kapitala posameznega podjetja je enaka vrednosti podjetja, povečani za presežne finančne naložbe in zmanjšani za sedanjo vrednost dolga (obveznosti iz financiranja). Vrednost dolga je enaka sedanji vrednosti denarnih tokov upnikom podjetja, diskontirani s stroškom dolžniškega kapitala. Ocenjujem, da je knjigovodska vrednost dolga na dan vrednotenja dovolj dober približek njegove tržne vrednosti. To še zlasti velja ob upoštevanju

dejstva, da ima zadolževanje ali odplačilo kreditov v prihodnosti neto sedanjo vrednost nič, ker so denarni pritoki zadolževanja enaki sedanji vrednosti bodočih odplačil teh dolgov, če jih diskontiramo z oportunitetnim stroškom dolga (Copeland et al., 1990).

Tabela 6-6: Izračun vrednosti delnice Telekoma Slovenije za portfeljskega investitorja⁸

	Vrednost na delnico Telekoma v SIT				
	2002	2003	2004	2005	2006
Telekom Sl. d.d. - brez hčerinskih družb	16.552	17.963	19.180	20.350	21.444
Mobitel d.d. - 100% delež	14.232	15.352	16.646	17.897	18.912
SiOL d.o.o. - 100% delež	1.717	1.882	2.036	2.177	2.303
SKUPAJ	32.501	35.197	37.861	40.423	42.659

Podjetje ima za strateškega investitorja višjo vrednost kot za portfeljskega investitorja, kar izhaja iz že omenjenih prihrankov (npr. povečanje produktivnosti) in sinergij, ki jih lahko izkorišča strateški investitor, ter iz nižje zahtevane donosnosti na investicijo, ki je posledica večje kontrole nad poslovanjem, ki jo ima strateški investitor v primerjavi s portfeljskim. Nižja zahtevana donosnost se v mojem modelu vrednotenja kaže kot za 3 odstotne točke nižja diskontna stopnja za lastniški kapital.

Tabela 6-7: Ocena vrednosti delnice Telekoma Slovenije za strateškega investitorja

	Vrednost na delnico Telekoma v SIT				
	2002	2003	2004	2005	2006
Telekom Sl. d.d. - brez hčerinskih družb	26.124	27.636	28.949	30.190	31.333
Mobitel d.d. - 100% delež	26.591	28.115	29.825	31.498	32.946
SiOL d.o.o. - 100% delež	2.634	2.841	3.039	3.223	3.394
SKUPAJ	55.348	58.592	61.812	64.910	67.673

6.5 Primerjava rezultatov vrednotenja

Vrednost delnice Telekoma Slovenije je bila ocenjena na podlagi primerjalnega vrednotenja in na podlagi diskontiranja prostih denarnih tokov. Končna ocena je bila pri primerjalnem vrednotenju izračunana kot povprečje ocen na podlagi tistih kazalnikov, ki so najmanj odvisni od razlik med računovodskimi standardi, v skladu s katerimi so bili izdelani izkazi primerjanih podjetij (razmerje med vrednostjo podjetja in prihodki od prodaje in razmerje med vrednostjo podjetja in EBITDA). Pri primerjalni metodi je bila ocenjena vrednost delnice za strateškega investitorja za 75 odstotkov višja od vrednosti delnice za portfeljskega investitorja, pri metodi diskontiranja denarnih tokov pa je bila ta premija podobna in je znašala 70 odstotkov.

Tabela 6-8: Ocena vrednost delnice Telekoma za različne tipe investitorjev na dan 1.1.2002

	Vrednost delnice Telekoma v SIT	
	Portfeljski investitor	Strateški investitor
Primerjalna metoda	25.629	44.845
Metoda diskontiranja denarnih tokov	32.501	55.348

⁸ Vrednosti in ocene v tabeli so prikazane po stanju na začetku posameznega leta.

Kljub temu, da so predpostavke napovedi poslovanja podjetij iz Skupine Telekom (od njih je odvisna vrednost pričakovanih prihodnjih prostih denarnih tokov) dokaj konzervativne, sta primerjalni oceni delnice za 19 do 21 odstotkov nižji od ocene na podlagi diskontiranih denarnih tokov. Eden od razlogov za sorazmerno nizko primerjalno oceno za portfeljskega investitorja so gotovo trenutno nizki tečaji delnic telekomunikacijskih podjetij v tujini. Razloge za nizko primerjalno oceno za strateškega investitorja pa lahko iščemo tudi v značilnostih podjetij, saj Skupina Telekom Slovenije po razvitosti omrežja (fiksno in mobilno omrežje) danes močno prekaša večino prevzemnih tarč, na podlagi katerih je bilo izvedeno primerjalo vrednotenje.

7 Primerjava modelov privatizacije Telekoma glede na izkupiček pri prodaji

Vrednotenje posameznih modelov privatizacije temelji na primerjavi sedanje vrednosti denarnih tokov, ki pri posameznem modelu pripadajo Republiki Sloveniji kot prodajalcu. Ker je začetek privatizacije predviden v letu 2003, so denarni tokovi diskontirani na dan 1.1.2003. Denarni tokovi izhajajo iz dveh naslovov:

- prejeta kupnina pri prodaji delnic v lasti države. Ta je odvisna od časa prodaje (vrednost delnice se v času spreminja) in od kupca (različni kupci delnico različno vrednotijo);
- dividende, do katerih je sorazmerno s svojim lastniškim deležem upravičena država vse do zaključka privatizacije.

Diskontna stopnja denarnih tokov odraža njihovo tveganost, zato je uporabljena diskontna stopnja odvisna od lastniškega deleža in posledično vpliva, ki ga ima določen delničar na vladanje v podjetju. Za denarne tokove, ki državi pripadajo, dokler je ta večinski lastnik podjetja, je bil zato za diskontno stopnjo uporabljen strošek lastniškega kapitala za večinskega lastnika, po znižanju njenega lastniškega deleža pod 50 odstotkov in eno delnico pa strošek lastniškega kapitala za manjšinskega lastnika.

7.1 Vrednost nakupne opcije za strateškega investitorja

Pri postopnem vstopu strateškega lastnika, kot predvidevata modela privatizacije 1 in 3, strateški partner ob nakupu manjšinskega deleža pridobi tudi nakupno opcijo za povečanje svojega lastniškega deleža. Nakupna opcija ima določeno vrednost, ki naj bi se odrazila v višji ceni, ki jo bo strateški investitor pripravljen plačati pri nakupu prvotnega paketa delnic.

Za vrednotenje opcij se pogosto uporablja model, ki sta ga razvila Black in Scholes. Vrednost nakupne opcije je pri tem modelu odvisna od naslednjih parametrov (Amram, Nalin, 1999):

- S - trenutna cena delnice,
- K - izvršilna cena opcije,
- t - čas do zapadlosti opcije,
- r - netvegana obrestna mera, katere ročnost ustreza zapadlosti opcije,
- σ - standardni odklon naravnih logaritmov donosnosti delnice.

Vrednost nakupne opcije se pri Black-Scholes modelu izračuna po naslednji formuli (Damodaran, B.I.):

$$C = S \cdot N(d_1) - K \cdot e^{(-r \cdot t)} \cdot N(d_2).$$

Kjer je:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right) \cdot t}{\sigma \cdot \sqrt{t}} \quad \text{in} \quad d_2 = d_1 - \sigma \cdot \sqrt{t},$$

- C - teoretična cena (premija) nakupne opcije,
- N(.) - vrednost kumulativne standardizirane normalne porazdelitve,
- ln(.) - naravni logaritem
- e - osnova naravnega logaritma (2,7183).

Rezultat Black-Scholsove formule je torej odvisen od petih parametrov: S, K, t, r in σ , izmed katerih je najteže oceniti vrednost zadnjega. Eden od načinov ocene prihodnjega standardnega odklona (logaritmov) donosnosti delnice je ocena na podlagi preteklih donosnosti (pretekla volatilitnost). Pri oceni standardnega odklona donosnosti na podlagi preteklih podatkov se navadno poslužujemo t.i. modela naključne hoje (*random walk model*), ki vključuje naslednjo predpostavko (Rubenstein, 1998): donosnosti delnice v posameznih opazovanih intervalih, ki so del daljšega obdobja, so porazdeljene v obliki lognormalne verjetnostne porazdelitve, kar pomeni, da so naravni logaritmi donosnosti v posameznih intervalih porazdeljeni normalno z aritmetično sredino $\mu \cdot h$ ($h = t/n$, pri čemer je n število opazovanih podintervalov vzorčnega obdobja t) in standardnim odklonom $\sigma \sqrt{h}$. Poleg tega se predpostavlja, da so donosnosti medsebojno nekorelirane. Oceniti aritmetične sredine in standardnega odklona se izračunata po naslednjih formulah (Rubenstein, 1998):

$$\mu \cdot h = E[\ln(r_k)] \quad \text{in} \quad \sigma^2 \cdot h = \text{Var} [\ln(r_k)]$$

kjer so: E[.] aritmetična sredina, Var [.] varianca in r_k donosnost delnice v posameznem podintervalu vzorčnega obdobja.

Pri vrednotenju nakupne opcije, ki jo v prvi fazi privatizacije z nakupom manjšinskega deleža pridobi strateški partner, je bil standardni odklon donosnosti delnice ocenjen na podlagi preteklega gibanja cen delnic šestih s Telekomom Slovenije primerljivih telekomunikacijskih podjetij. Pri oceni historične volatilitnosti donosov se v praksi najpogosteje izbere vzorčno obdobje, ki je enako zapadlosti opcije, zato so bile pretekle volatilitnosti ocenjene na podlagi tedenskih donosnosti v preteklem enoletnem obdobju od 20.12.2000 do 20.12.2001. Pri tem so bili dobljeni naslednji rezultati:

Tabela 7-1: Standardni odkloni naravnih logaritmov donosnosti delnic srednjeevropskih telekomunikacijskih operaterjev v obdobju od 20.12.2000 do 20.12.2001

Podjetje	Standardni odklon
Matav Rt.	0,48
Telekomunikacija Polska S.A.	0,50
Cesky Telecom (SPT)	0,61
Eesti Telecom	0,39
Lietuvos Telecomas	0,26
Bezeq	0,36
Povprečje	0,43

Vir: Bloomberg, 2001; lasten izračun.

Kot parameter za izračun vrednosti opcije za nakup dodatnega lastniškega deleža Telekoma Slovenije je bila uporabljena enostavna aritmetična sredina standardnih odklonov šestih primerljivih operaterjev. Pri tem je bilo predpostavljeno, da je premija za kontrolni sveženj delnic v času konstantna, kar je glede na realno stanje določena poenostavitev. Razlog za to predpostavko je, da ni bilo mogoče pridobiti podatkov o standardnem odklonu premije za kontrolni sveženj ter podatkov o korelaciji med premijo in donosnostjo delnic, iz katerih bi bilo mogoče oceniti standardni odklon logaritma cene delnice pri nakupu kontrolnega deleža. Glede na to, da so v času rastočih delniških trgov tudi premije za kontrolni delež ustrezno višje (Mergerstat, 2001), lahko sklepamo, da neupoštevanje volatilnosti premije podcenjuje dejanski standardni odklon cene delnic, ki se prodajajo v večjem svežnju. S tem pa podcenjuje tudi vrednost nakupne opcije.

Tabela 7-2: Vrednosti posameznih parametrov nakupne opcije in vrednost same opcije

Trenutna cena delnice (S) =	59.637 SIT
Izvršilna cena (K) =	63.361 SIT
Čas do zapadlosti (t) =	1
Netvegana obr. mera (rf) =	1,10%
Standardni odklon =	0,43
d1 =	0,10
d2 =	-0,33
N (d1) =	0,54
N (d2) =	0,37
Vrednost nakupne opcije na delnico (C) =	9.005 SIT

Plačilo dividend znižuje vrednost delnice, za imetnika nakupne opcije pa predstavlja oportuniteno izgubo. Pri nakupnih opcijah s kratko dobo dospelja se vpliv dividend na njihovo vrednost upošteva tako, da se sedanja vrednost pričakovanih dividend odšteje od trenutne vrednosti delnice (Damodaran, B.1.). Pri izračunu vrednosti opcije je bila za trenutno ceno delnice upoštevana ocena njene vrednosti za strateškega vlagatelja na podlagi diskontiranega denarnega toka. Ker bo prva faza privatizacije predvidoma potekala sredi leta 2003, je bilo pri tem upoštevano povprečje ocen, ki sta bili izračunani na začetku let 2003 in 2004. Vrednost delnice je bila zmanjšana za predvideno dividendo v letu 2003. Čas zapadlosti opcije je 1 leto,

netvegana obrestna mera, ki je ocenjena na podlagi donosnosti enoletnih zakladnih menic Republike Slovenije, pa znaša realno 1,1%. Prejeta kupnina v prvi fazi privatizacije je enaka produktu ocenjene vrednosti delnice (ki naj bi bila enaka prodajni ceni) in števila delnic v prvem svežnju delnic, povečanem za vrednost opcije za nakup dodatnih delnic v tretji fazi privatizacije.

7.2 Izračun sedanje vrednost denarnih tokov za prodajalca podjetja

7.2.1 Model s postopnim vstopom strateškega partnerja

Pri prvem modelu privatizacije se Telekom Slovenije privatizira kot celota (ne pride do prodaje hčerinskih podjetij), strateški partner pa vstopi postopoma. Prodajna cena delnice Telekoma Slovenije v posameznih stopnjah privatizacije je ocenjena na podlagi diskontiranega denarnega toka, pri čemer so za strateške in portfeljske investitorje uporabljene različne diskontne stopnje (glej Tabela 6-6 na str. 88 in Tabela 6-7 na str. 88). V prvi stopnji privatizacije strateški partner preko dokapitalizacije in nakupa delnic od Republike Slovenije doseže lastniški delež 25 odstotkov minus ena delnica, za kar mu ni potrebno objaviti ponudbe za prevzem.

Celotna kupnina, ki jo država prejme v prvi fazi privatizacije, je vsota vrednosti prodanih delnic Telekoma in vrednosti opcije za nakup dodatnih 1.636.458 delnic (premija nakupne opcije znaša 8.787 SIT na delnico). Vrednost delnice Telekoma na 30.6.2003 je ocenjena ob upoštevanju zahtevane donosnosti lastniškega kapitala Telekoma Slovenije za strateškega lastnika, medtem ko sta Telekomovi naložbi v Mobitel in SiOL vrednoteni upoštevajoč zahtevano donosnost lastniškega kapitala za portfeljskega vlagatelja. Vzrok za uporabo relativno višje diskontne stopnje za Mobitel in SiOL je, da ima 25-odstotni lastnik Telekoma v obeh odvisnih podjetjih zgolj posreden vpliv. Ta vpliv se uresničuje preko skupščine Telekoma, ki imenuje nadzorni svet, ta pa imenuje upravo Telekoma, ki kot njegov zastopnik uveljavlja lastniške pravice v obeh hčerinskih družbah.

Prodajna cena delnic Telekoma v drugi stopnji privatizacije (prodaja na domačem trgu) predstavlja vrednost delnice za portfeljske vlagatelje. Podobno velja za ceno delnice v zadnji fazi privatizacije (prodaja na tujem trgu).

Tabela 7-3: Sedanja vrednost denarnih tokov pri postopnem vstopu strateškega partnerja v Telekom

DATUM PRODAJE	30.6.2003	30.9.2003	30.6.2004	30.6.2005
Število prodanih delnic	752.739	160.800	1.636.458	1.797.257
Lastniški delež	50,00%	47,76%	25,00%	0,00%
Prodajna cena v SIT ⁹	46.250	37.195	63.361	41.541
Prejeta kupnina v mio SIT	49.551	5.981	103.688	74.660
Prejete dividende v mio SIT		1.847	1.051	0
Skupaj denarni tok v mio SIT	49.551	7.828	104.739	74.660
Diskontna stopnja	10,36%	10,36%	10,36%	13,52%
Diskontni faktor	1,0498	1,0762	1,1589	1,3155
Sedanja vr. denarnega toka v mio SIT	47.200	7.273	90.380	56.752
Skupaj v mio SIT	201.605			

7.2.2 Model s prodajo večinskega deleža strateškemu partnerju v prvi fazi

Tudi pri drugem modelu privatizacije se Telekom Slovenije privatizira kot celota, le da strateški partner že v začetni fazi pridobi večinski delež. Podobno kot pri prvem modelu je prodajna cena delnice Telekoma Slovenije v posameznih stopnjah ocenjena na podlagi diskontiranega denarnega toka, pri čemer so za strateške in portfeljske investitorje uporabljene različne diskontne stopnje. V prvi stopnji privatizacije strateški partner preko dokapitalizacije in nakupa delnic od Republike Slovenije doseže večinski lastniški delež (50 odstotkov in ena delnica). Predvidena prodajna cena delnice Telekoma Slovenije je tako pri Telekomu kot pri njegovih hčerinskih družbah ocenjena ob upoštevanju zahtevane donosnosti lastniškega kapitala za strateškega lastnika.

Prodajni ceni delnic Telekoma v drugi stopnji privatizacije (prodaja na domačem trgu) in v zadnji fazi privatizacije (prodaja na tujem trgu) predstavljata vrednost delnice za portfeljske vlagatelje. Obe vrednosti sta enaki kot pri modelu 1.

Tabela 7-4: Sedanja vrednost denarnih tokov pri prodaji večinskega deleža Telekoma strateškemu partnerju

DATUM PRODAJE	30.6.2003	30.9.2003	30.6.2004	30.6.2005
Število prodanih delnic	2.389.197	160.800	0	1.797.256
Lastniški delež	27,24%	25,00%	25,00%	0,00%
Prodajna cena v SIT	60.202	37.195		41.541
Prejeta kupnina v mio SIT	143.835	5.981	0	74.660
Prejete dividende v mio SIT		1.006	1.051	0
Skupaj denarni tok v mio SIT	143.835	6.987	1.051	74.660
Diskontna stopnja	10,36%	13,46%	13,46%	13,52%
Diskontni faktor	1,0498	1,0838	1,1915	1,3526
Sedanja vr. denarnega toka v mio SIT	137.010	6.447	882	55.197
Skupaj v mio SIT	199.537			

⁹ Ker prodaja državnih deležev v Telekomu ne poteka na začetku ali koncu posameznega leta, so vse ocene vrednosti delnice Telekoma določene z linearno interpolacijo ocen, ki so izračunane na začetku posameznih let.

7.2.3 Privatizacija Telekoma po delih

Pri tretjem modelu privatizacije se Telekom Slovenije privatizira po delih, kar pomeni, da izbrani strateški partner v prvi fazi privatizacije pridobi določen lastniški delež v Telekomu Slovenije ter enak lastniški delež v hčerinski družbi Mobitel. Glede na obsežne investicije, ki jih v prihodnjih letih načrtuje Mobitel, je smiselno, da strateški partner pridobi 25-odstotni lastniški delež tega podjetja z dokapitalizacijo, kar hkrati pomeni, da Telekom ne proda svojih delnic Mobitela, le njegov lastniški delež se zniža na 75 odstotkov. Ob ocenjeni vrednosti Mobitela za strateškega investitorja v višini 173.782 milijonov SIT bi moral strateški partner za pridobitev 25-odstotnega lastniškega deleža podjetje dokapitalizirati v višini 57.927 milijonov SIT. Predvidoma bo Mobitel pridobljena denarna sredstva porabil delno za odplačilo posojil, delno pa za nove investicijske projekte. Predpostavil sem, da bo neto učinek dokapitalizacije na vrednost lastniškega kapitala podjetja enak znesku dokapitalizacije, kar pomeni, da bi vrednost Telekomovega deleža v Mobitelu ostala nespremenjena.

Glede na to, da ima Mobitel bistveno večje investicijske potrebe od Telekoma Slovenije, menim, da bi Telekom v primeru privatizacije z dokapitalizacijo (model 1 in model 2) s pridobljenimi sredstvi dokapitaliziral Mobitel. Ker bo pri tretjem modelu privatizacije strateški partner Mobitel dokapitaliziral neposredno, ta model ne vključuje povečanja osnovnega kapitala pri Telekomu. Ostale značilnosti modela pa so enake kot pri privatizacijskem modelu 1.

Ocenjena vrednost delnice Telekoma v modelih 3 in 1 se razlikuje le v prvi fazi privatizacije, saj bo imel strateški lastnik pri tretjem modelu že na začetku neposreden vpliv v Mobitelu, zato je pri tretjem modelu pri vrednotenju Mobitela upoštevana zahtevana donosnost za strateškega lastnika. Celotna kupnina, ki jo država prejme v prvi fazi privatizacije, je vsota vrednosti prodanih delnic Telekoma in vrednosti nakupne opcije.

Tabela 7-5: Sedanja vrednost denarnih tokov pri prodaji Telekoma po delih

DATUM PRODAJE	30.6.2003	30.9.2003	30.6.2004	30.6.2005
Število prodanih delnic	1.079.513	143.781	1.490.090	1.633.870
Lastniški delež	50,00%	47,80%	25,00%	0,00%
Prodajna cena v SIT	60.202	37.195	63.361	41.541
Prejeta kupnina v mio SIT	78.408	5.348	94.414	67.872
Prejete dividende v mio SIT		1.847	2.009	1.313
Skupaj denarni tok v mio SIT	78.408	7.195	96.423	69.185
Diskontna stopnja	10,28%	10,28%	10,28%	13,52%
Diskontni faktor	1,0495	1,0757	1,1577	1,3142
Sedanja vr. denarnega toka v mio SIT	74.712	6.689	83.288	52.644
Skupaj v mio SIT	217.333			

7.2.4 Primerjava modelov glede na sedanjo vrednost denarnega toka

Sedanja vrednost denarnega toka, ki ga predstavljajo kupnina za delnice in nakupne opcije ter dividende podjetja, se pri vseh treh modelih giblje v intervalu od 199 do 217 milijard tolarjev.

Glede na to, da je prodaja državnega deleža kompleksen proces, ki navadno traja več let, je sedanja vrednost denarnega toka tudi dokaj dober približek za vrednost državnega deleža v Telekomu Slovenije. Najvišji izkupiček pri privatizaciji Telekoma je mogoče pričakovati pri tretjem modelu, medtem ko je izkupiček pri prvih dveh modelih podoben. Pri tem sem predpostavil, da bo država v drugem in tretjem modelu privatizacije od strateškega investitorja zahtevala tudi ustrezno plačilo za nakupno opcijo.

Tabela 7-6: Sedanja vrednost denarnih tokov pri privatizaciji Telekoma

MODEL PRIVATIZACIJE	SEDANJA VREDNOST DENARNEGA TOKA
Model 1	201.605 mio SIT
Model 2	199.537 mio SIT
Model 3	217.333 mio SIT

8 Zaključek

Vrednost Telekoma Slovenije (upoštevajoč tudi vrednost obeh hčerinskih podjetij) za portfeljskega investitorja sem ocenil z metodo primerjalnega vrednotenja in z metodo vrednotenja na podlagi pričakovanih denarnih tokov. Ocena vrednosti delnice za portfeljskega investitorja, ki temelji na napovedi prostih denarnih tokov, je blizu ceni delnice, ki je v času vrednotenja veljala na t.i. "sivem trgu".

Vrednost Telekoma Slovenije in njegovih hčerinskih družb za strateškega vlagatelja je bila prav tako ocenjena na podlagi primerjave z nakupi strateških deležev podobnih podjetij v tujini in na podlagi diskontiranega denarnega toka. Pri oceni vrednosti delnice za strateškega investitorja z diskontiranjem denarnih tokov je bila v primerjavi z vrednotenjem za portfeljskega vlagatelja upoštevana za 3 odstotne točke nižja zahtevana donosnost lastniškega kapitala (odraža premijo za paket delnic, večji vpliv v podjetju in potencialne sinergije).

Vrednotenje posameznih modelov privatizacije temelji na pričakovanih denarnih tokovih za državo kot prodajalca podjetja. Prodajna cena delnice v posamezni fazi privatizacije je ocenjena na podlagi denarnega toka, ki ga bo v prihodnjih letih generiralo podjetje, ter ob upoštevanju različnih zahtevanih donosnosti za različne tipe investitorjev. Končna lastniška struktura in trajanje privatizacije sta v vseh modelih enaki, zato razlike v izkupičku od prodaje državnega deleža izhajajo zgolj iz značilnosti samih modelov, kot sta način prodaje hčerinskih podjetij in način vstopa strateškega partnerja.

Za modela 1 in 2 je značilna privatizacija Telekoma kot skupine, kar pomeni, da hčerinska podjetja ostanejo v popolni lasti Telekoma kot obvladujoče družbe. V prid teh dveh modelov poleg političnih in drugih dejavnikov govori tudi konvergenca medijev in vsebin v panogi telekomunikacij, kar Telekom Slovenije zagotavlja s ponudbo fiksne in mobilne telefonije ter dostopa do interneta. Med prvima dvema modeloma je nekoliko višji izkupiček pri prodaji predviden pri modelu 1, pri katerem strateški partner pridobi kontrolni delež šele z izvršitvijo nakupne opcije, ki jo pridobi ob nakupu prvega paketa delnic. Strateški lastnik bi moral državi za

nakupno opcijo plačati ustrezno ceno, ki pa bi morala biti zaradi relativno visoke variabilnosti tečajev telekomunikacijskih delnic dokaj visoka.

Med tremi realnimi modeli privatizacije je najvišji izkupiček predviden pri modelu 3, ki v prvi fazi privatizacije vključuje dokapitalizacijo Mobitela s strani istega strateškega investitorja (oziroma konzorcija investitorjev), ki bo hkrati pridobil manjšinski delež in nakupno opcijo za pridobitev večinskega lastniškega deleža tudi v Telekomu Slovenije. Višji izkupiček pri tretjem modelu v primerjavi s prvim modelom je posledica dejstva, da bo strateški lastnik že v začetni fazi pridobil neposreden vpliv v Mobitelu (posledično bo zahtevana donosnost lastniškega kapitala nižja). Na podlagi kriterija maksimiranja izkupička, ki ga pri prodaji podjetja dobi njegov največji lastnik, je torej med vsemi tremi modeli najprimernejši tretji model privatizacije.

V zadnjem času se uprava Telekoma prizadeva uvrstiti njegove delnice na organiziran trg vrednostnih papirjev že do konca leta 2002. Ob domnevi, da bi bile na borzo uvrščene zgolj tiste delnice, s katerimi se že danes trguje na neorganiziranem trgu (država na tej stopnji še ne bi znižala svojega deleža), ocenjujem, da sama uvrstitev delnic v borzno kotacijo ne bi imela neposrednega vpliva na izkupiček od prodaje državnega deleža. Vpliv kotacije na ceno delnic pri prodaji je lahko posreden in je posledica bolj transparentne cene delnice. Ta na eni strani vodstvu podjetja kaže stopnjo zaupanja zasebnih investitorjev v usmeritve podjetja, na drugi strani pa znižuje informacijsko asimertijo med prodajalcem in kupci delnic ob privatizaciji (posledično utegne biti začetni diskont pri privatizaciji z javno ponudbo delnic nižji).

9 Literatura

1. Amram Martha, Kulatilaka Nalin: Uncertainty: The New Rules for Strategy. *Journal of Business Strategy*, B.k., 1999, maj/junij, str. 25-34.
2. Basle Andreja: Simobilovi hibridi – ofenziva na poslovne uporabnike. *Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 6. september 2001.
3. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: *Investments*. Boston: Irwin McGraw-Hill, 1999. 967 str.
4. Bole Velimir: Privatizacija Telekoma - modelska simulacija procesa strukturiranja lastništva. *Gospodarska gibanja*, Ljubljana, 2000, julij-avgust, str. 23-39.
5. Bortolotti et al.: Sources of performance improvement in privatized firms: A clinical study of the global telecommunications industry. [URL: <http://www.feem.it/web/resun/megginson.pdf>], marec 2000.
6. Boylaud Olivier, Nicoletti Giuseppe: Regulation, market structure and performance in telecommunications. B.k.: Organisation for Economic Co-operation and Development, april 2000. 60 str.
7. Brigham Eugene F., Gapenski L. C., Daves P. R.: *Intermediate Financial Management*. Fort Worth: The Dryden Press, 1999. 1083 str.
8. Bulow J., Klemperer P.: Auctions versus Negotiations. *American Economic Review*, B.k., 1993, št. 86(1), str. 180-194.
9. Cook Jacob, Lavrenčič Uroš: Vpliv posebnosti Slovenskih računovodskih standardov na vrednotenje slovenskih podjetij. *Finance*, Ljubljana, 2000, julij, str. 23.
10. Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack: *Valuation: measuring and managing the value of companies*. New York: John Wiley & Sons, 1990. 428 str.
11. Curwen Peter: *Telecommunications in transition*. B.k., 1998. 256 str.
12. Damodaran Aswath: *The Promise and Peril of Real Options*. New York: Stern School of Business, B.l. 72 str.
13. Damodaran Aswath: *Damodaran Online*. New York: Stern School of Business, [URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/>], 2002.
14. Einhorn Michael A.: *Price caps and incentive regulation in telecommunications*. Dordrecht: Kluwer, 1991. 244 str.
15. Funkschau: *Der globale Telecom-Markt*. [URL: <http://www.funkschau.de/heftarchiv/pdf/1999/fs09/f9909020.pdf>], april 1999.
16. Hrovatin Nevenka: *Regulacija trgov po vključitvi Slovenije v EU*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, Raziskovalni center, 2000. 278 str.
17. Hrovatin Nevenka: *Privatizacija javnih podjetij v Sloveniji*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 14 str.
18. *Implementing privatisation: The UK experience*. London: Her Majesty's Treasury, 1998. 31 str.
19. Jackson Peter M., Price Catherine M.: *Privatisation and regulation: a review of the issues*. London: Longman, 1994. 261 str.
20. Jones et al.: Share issue privatizations as financial means to political and economic ends. *Journal of Financial Economics*, B.k., 1999, avgust, str. 217-253.

21. Lopez-de-Silanes Florencio: What Factors Determine Auction Prices in Privatization? Public Policy for the Private Sector, B.k., 1997, junij, 4 str.
22. Mard Michael J.: Financial Factors. The Licensing Journal, B.k., 2001, april, str. 21-23.
23. Martin Stephen, Parker David: The impact of privatisation: ownership and corporate performance in the UK. London: Routledge, 1997. 255 str.
24. Megginson William L., Netter Jeffrey M.: From state to market - A survey of empirical studies on privatisation. Paris: Paper for presentation at the "Global Equity Markets" Conference, december 1998. 89 str.
25. Megginson et al.: The choice of private versus public capital markets.
[URL: <http://faculty-staff.ou.edu/M/William.L.Megginson-1/prvasstsalp.pdf>], julij 2000.
26. Megginson et al.: The long-run return to investors in share issue privatisations.
[URL: <http://faculty-staff.ou.edu/M/William.L.Megginson-1/ltretall.pdf>], julij 1999.
27. Mobile Commerce Report. Durlacher Research Ltd.,
[URL: <http://www.durlacher.com/downloads/mcomreport.pdf>], november 1999.
28. Mustafa M.A.: Tapping International Equity Markets Through Depository Receipts. Public Policy for the Private Sector, B.k., 1998, april, 4 str.
29. Nellis John: Is privatization necessary? Public Policy for the Private Sector, B.k., 1994, maj, 5 str.
30. Nestor Stilpon, Mahboobi Ladan: Privatisation of Public Utilities - The OECD Experience. Privatisation, competition and regulation. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, 2000. str. 13-50.
31. Pavšič Robert: V kratkem cenejši pogovori s Hrvaško? Finance, Ljubljana, 28. marec 2001.
32. Prašnikar Janez, Debeljak Žiga: Ekonomski modeli za poslovno odločanje. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1998. 435 str.
33. Palmer George: Lessons from the east. Global Custodian Magazine.
[URL: <http://www.assetpub.com/archive/gc/94-03gcfall/fall94GC060.html>], jesen 1994.
34. Rubinstein Mark: Derivatives: A PowerPlus Picture Book.
[URL: <http://www.in-the-money.com/presentation/>], 1998.
35. Scheurle Klaus-Dieter: Unternehmensbewertung. B.k.: Ludwig Maximilians Universität München, B.l. 12 str.
36. Stein Keith: Privatisation in the UK - The facts and figures. B.k.: Ernst&Young, 1994. 75 str.
37. Study on Market Entry Issues in EU Telecommunications Markets after 1st January 1998. Richmond: Teligen Ltd, julij 2000. 56 str.
38. The New Mobile Business. Arthur Andersen,
[URL: <http://www.borsaitalia.it/opsmedia/pdf/1128.pdf>], november 2000.
39. The Source of Control Premium Data and What It Does Not Tell You. Pierson J.L.&Co LLC, [URL: <http://www.jlpierson.com/jlsep99.pdf>], September 1999.
40. Thornton Shelley: Reforming public enterprises - case studies: UK.
[URL: <http://www1.oecd.org/puma/budget/pubs/rpe98/uk.pdf>], 1998.
41. Tonelli Paola: Realistically Forecasting 3G Users and Revenues. UMTS-Forum,
[URL: http://www.umts-forum.org/umts2001/Realistically_Forecasting_3G_Users_and_Revenues.pdf], oktober 2001.

42. UMTS Report - An Investment Perspective. Durlacher Research Ltd.,
[URL: <http://www.durlacher.com/downloads/umtsreport.pdf>], marec 2001.
43. Valuation and privatisation. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, 1993. 118 str.
44. Wellenius Björn: Telecommunications Reform - How to Succeed? Public policy for the private sector, B.k., 1997, oktober, 4 str.
45. Zmagaj Peter: Telekom ne bi delil dividend. Finance, Ljubljana, 13. marec 2002.

10 Viri

1. Bloomberg Professional, finančni informacijski sistem
[URL: <http://www.bloomberg.com/>].
2. Czech Republic - Telecommunications Overview. International trade administration, office of telecommunications technologies. [URL: <http://infoserv2.ita.doc.gov/ot/mktctry.nsf/504ca249c786e20f85256284006da7ab/b857dccaff7d4130852566d30076f21a!OpenDocument>], avgust 1999.
3. Deutsche Telekom: Investor relations – Statistical figures.
[URL: <http://www.telekom.de/english/>], 2001.
4. European Consumer ISP Market, 2000-2005. IDC, november 2001.
5. Flash Eurobarometer 103.0. [URL: http://europa.eu.int/information_society/eeurope/benchmarking/list/2001/text_en.htm], 2001.
6. France Telecom: 2000 Annual report.
[URL: http://www.francetelecom.com/vanglais/who_we_are/f_report.html], 2001.
7. Global Telecom Weekly: Europe. B.k.: Goldman Sachs, september 2001. 13 str.
8. Hungary - Telecommunications Country Profile. International trade administration, Office of telecommunications technologies.
[URL: <http://infoserv2.ita.doc.gov/ot/mktctry.nsf/504ca249c786e20f85256284006da7ab/a21c5906097a3e01852565a100584d0c!OpenDocument>], 2001.
9. International Telecommunication Union: Telecommunication Indicators in the Eurostat Area. [URL: http://www.itu.int/ITU-D/ict/statistics/at_glance/Eurostat_2001.pdf], februar 2001.
10. Letno poročilo Telekom Slovenije za leto 2000.
11. Ljubljanska borza d.d.. [URL: <http://www.ljse.si/>], 2001.
12. Marketguide. [URL: <http://www.marketguide.com/>], 2001.
13. Mergerstat eMonthly. [URL: <http://www.mergerstat1.com/bookstore/dec01.pdf>], julij 2001.
14. Ministrstvo za informacijsko družbo. [URL: <http://www2.gov.si/mid/mid.nsf>], 2001.
15. Mobitel d.d.: Letno poročilo 2000.
16. Mobitel po pridobitvi koncesije. Delo, Ljubljana, 27. november 2001.
17. Morel: Vlada o poteku priprave privatizacije Telekom Slovenije in o modelih privatizacije. [URL: <http://www.kabi.si/si21/morel/2001/06/15/np.html>], junij 2001.
18. Nacionalni program razvoja telekomunikacij (Uradni list RS, št. 23/00).

19. Notarski zapisnik sprejema sklepa o preoblikovanju podjetja Telekom Slovenije p.o.. Ljubljana: Notar Andrej Škrk, 29.1.1998.
20. Odlok o tarifnem sistemu za prodajo telefonskih storitev (Uradni list RS, št. 37/97).
21. Poland's telecoms market. Telecom Financing Week, [URL: <http://www.euromoney.com/index.html>], avgust 2000.
22. Poland, France Telecom agree to sale of TPSA stake. Emerging Europe Research Group, [URL: <http://www.eerg.com/poland/news/090701a.htm>], september 2001.
23. Raba interneta v Sloveniji: Internet v Slovenskih podjetjih. [URL: <http://www.ris.org/publikacije/podjetja%20ponud%20dostopa.htm>], 2000.
24. Raba interneta v Sloveniji: Indikatorji interneta. [URL: <http://www.ris.org/indikatorji/>], 2001.
25. Slovenian Market Review. CAIB - The Investment Bank of the Bank Austria Group, julij 2001.
26. Specifikacija borznih indeksov Ljubljanske borze. Ljubljanska borza. [URL: http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Menu/tr_svp.htm], julij 2000.
46. Tarifica on CD-rom. Tarifica, december 2001.
47. Telecommunications: growth and risks. Veritas. [URL: http://www.veritas-usa.com/index_eng.html?newsletters/newsletter_june.html~main], 7. Junij 2000
27. Telecoms Privatisations in Central and Eastern Europe. PriceWaterhouseCoopers. [URL: <http://www.pwcglobal.com/uk/eng/about/svcs/pfp/telecoms.html>], 2001.
28. Telereport 1/98: Challenges of liberalising telecom market answeres by privatisation of telecom companies. Sonera. [URL: <http://www.sonera.fi/english/telereport0198/07.htmln>], 1998.
29. TPSA: Company Profile - Stockholders. [URL: http://www.tpsa-ir.pl/tpsa/run?n=owns_structure], 2001.
30. Yahoo! Finance: Historical Prices. [URL: <http://table.finance.yahoo.com/k?s=dt&g=d>], 2001.
31. World Markets Telecoms: Czech government launches privatisation of Cesky Telecom. [URL: <http://www.europemedia.net/shownews.asp?ArticleID=7002>], november 2001.
32. Zakon o gospodarskih javnih službah (Uradni list RS, 1993).
33. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS št. 55/92).
34. Zakon o telekomunikacijah (Uradni list RS št. 30/01).

11 Priloge

Priloga 1: Število telefonskih priključkov Telekoma Slovenije v letu 2000 in napoved za obdobje 2001-2010

Število priključkov	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PSTN	664.525	642.000	627.234	613.435	599.939	586.741	573.832	561.208	548.861	536.786	524.977
ISDN BA	53.948	67.435	80.922	93.060	102.366	112.603	123.863	136.250	149.875	164.862	181.348
ISDN PA	803	805	807	809	811	813	815	817	819	821	823
Centreks	66.123	66.288	66.454	66.620	66.787	66.954	67.121	67.289	67.457	67.626	67.795
ADSL		20.000	24.000	27.600	30.360	33.396	36.736	40.409	44.450	48.895	53.785
Gostota	46%	48%	48%	49%	50%	50%	51%	52%	53%	54%	55%

Vir: Letno poročilo Telekoma Slovenije za leto 2000; lastna ocena.

Priloga 2: Prihodki od prodaje storitev Telekoma Slovenije v letu 2000 in napoved za obdobje 2001-2010 ¹⁰

PRIHODKI OD PRODAJE V MIO SIT	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PSTN	35.653	34.502	40.782	39.900	38.526	37.478	36.687	34.915	33.291	31.790	30.394
Naročnine, priključnine	9.584	9.670	13.968	15.193	15.898	16.636	17.409	17.026	16.651	16.285	15.926
Prihodki od impulzov	26.070	24.832	26.814	24.707	22.628	20.842	19.279	17.889	16.640	15.505	14.467
ISDN	13.165	16.493	24.653	27.897	30.212	32.968	36.205	38.699	41.447	44.460	47.753
Naročnine, priključnine	3.539	4.664	8.306	10.207	12.004	14.118	16.606	18.256	20.071	22.068	24.264
Prihodki od impulzov	9.626	11.829	16.347	17.690	18.208	18.850	19.598	20.443	21.376	22.392	23.489
Centreks	2.389	2.562	2.569	2.575	2.582	2.588	2.595	2.601	2.608	2.614	2.621
Medom. povezava z oper. mob. telef.	8.941	10.074	7.556	5.037	5.037	5.037	5.037	5.037	5.037	5.037	5.037
Zakupljeni vodi	4.276	4.575	3.431	2.288	2.288	2.288	2.288	2.288	2.288	2.288	2.288
Odnosi s tujino	5.729	6.559	7.018	7.509	8.035	8.597	9.199	9.843	10.532	11.269	12.058
Drugo	4.733	5.064	5.064	5.064	5.064	5.064	5.064	5.064	5.064	5.064	5.064
SKUPAJ	74.886	79.830	91.073	90.270	91.743	94.020	97.074	98.447	100.267	102.522	105.214

Vir: Letno poročilo Telekoma Slovenije za leto 2000; lastna ocena.

¹⁰ Vse napovedi so v stalnih cenah na 31.12.2001.

Priloga 3: Napoved izkaza uspeha družbe Telekom Slovenije d.d.

000 SIT

	jan-dec.00	jan-dec.01	jan-dec.02	jan-dec.03	jan-dec.04	jan-dec.05	jan-dec.06	jan-dec.07	jan-dec.08	jan-dec.09	jan-dec.10
	Realiz	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Čisti prihodki iz prodaje	74.885.782	79.830.000	91.073.000	90.270.000	91.743.000	94.020.000	97.074.000	98.447.000	100.267.000	102.522.000	105.214.000
Čisti prihodki iz prodaje podjetjem v skupini	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Čisti prihodki iz prodaje drugim podjetjem	74.885.782	79.830.000	91.073.000	90.270.000	91.743.000	94.020.000	97.074.000	98.447.000	100.267.000	102.522.000	105.214.000
Proizvodi in storitve - domači trg	66.873.205	71.288.405	81.328.434	80.611.353	81.926.746	83.960.113	86.687.343	87.913.436	89.538.701	91.552.422	93.956.385
Blago in material - domači trg	1.973.718	2.104.030	2.400.354	2.379.190	2.418.013	2.478.027	2.558.519	2.594.706	2.642.675	2.702.109	2.773.060
Proizvodi in storitve - tuji trg	6.036.293	6.434.830	7.341.091	7.276.363	7.395.097	7.578.638	7.824.811	7.935.484	8.082.188	8.263.956	8.480.949
Blago in material - tuji trg	2.566	2.735	3.121	3.093	3.144	3.222	3.326	3.373	3.436	3.513	3.605
Sprememba vrednosti zalog proizvodov in nedok. proizvodnje	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vrednost usredstvenih lastnih proizvodov ali storitev	669.178	669.178	669.178	669.178	669.178	669.178	669.178	669.178	669.178	669.178	669.178
Drugi prihodki od poslovanja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kosmati donos iz poslovanja	75.554.960	80.499.178	91.742.178	90.939.178	92.412.178	94.689.178	97.743.178	99.116.178	100.936.178	103.191.178	105.883.178
Stroški blaga, materiala in storitev	34.713.200	37.332.058	43.007.190	43.085.303	44.245.522	45.809.584	47.776.346	48.943.284	50.346.991	51.988.126	53.874.230
Nabavna vrednost prodanega blaga	1.923.958	2.050.984	2.339.838	2.319.208	2.357.052	2.415.552	2.494.015	2.529.290	2.576.050	2.633.985	2.703.148
Stroški materiala	2.400.194	2.557.260	2.914.422	2.888.913	2.935.706	3.008.041	3.105.059	3.148.676	3.206.492	3.278.128	3.363.646
Stroški storitev	30.389.048	32.723.814	37.752.930	37.877.182	38.952.764	40.385.991	42.177.272	43.265.318	44.564.449	46.076.012	47.807.436
Stroški dela	12.659.570	13.545.740	13.816.655	14.092.988	14.374.848	14.662.344	14.955.591	15.254.703	15.559.797	15.870.993	16.188.413
Stroški plač	9.798.774	10.484.688	10.694.382	10.908.270	11.126.435	11.348.964	11.575.943	11.807.462	12.043.611	12.284.483	12.530.173
Stroški socialnega in pokojninskega zavarovanja	1.511.652	1.617.468	1.649.817	1.682.813	1.716.470	1.750.799	1.785.815	1.821.531	1.857.962	1.895.121	1.933.024
Drugi stroški dela	1.349.144	1.443.584	1.472.456	1.501.905	1.531.943	1.562.582	1.593.833	1.625.710	1.658.224	1.691.389	1.725.217
Amortizacija	25.333.074	25.572.927	24.283.923	23.326.602	22.646.435	21.844.625	21.122.012	20.779.930	20.779.930	20.779.930	20.779.930
Amortizacija neopredmetenih dolgoročnih sredstev	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortizacija opredmetenih osnovnih sredstev	25.333.074	25.572.927	24.283.923	23.326.602	22.646.435	21.844.625	21.122.012	20.779.930	20.779.930	20.779.930	20.779.930
Odpisi obratnih sredstev	244.375	260.509	297.199	294.578	299.385	306.816	316.782	321.262	327.202	334.560	343.345
Rezervacije	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Drugi odhodki poslovanja	391.866	417.738	476.571	472.369	480.077	491.992	507.974	515.158	524.682	536.482	550.569
Dobiček iz poslovanja ali izguba iz poslovanja	2.212.875	3.370.205	9.860.640	9.667.338	10.365.911	11.573.816	13.064.473	13.301.841	13.397.576	13.681.087	14.146.691
Prihodki na podlagi deležev iz dobička podjetij v skupini	5.020.957	4.068.070	3.837.330	4.894.803	7.013.343	6.412.113	5.456.636	6.741.617	3.310.011	3.717.212	5.026.915
Prihodki na podlagi deležev iz dobička drugih povez. podjetij	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodki na podlagi deležev iz dobička drugih	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodki iz obresti in drugi prihodki od financiranja	2.891.820	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Odpisi dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb	220	400	511	541	583	631	671	713	747	771	800
Stroški obresti in drugi odhodki financiranja	5.280.940	2.602.072	2.664.983	2.183.067	2.209.409	1.797.349	1.583.722	1.618.299	1.776.072	1.887.283	1.891.645
Dobiček ali izguba iz rednega delovanja	4.844.492	4.835.804	11.032.475	12.378.533	15.169.262	16.187.950	16.936.716	18.424.445	14.930.768	15.510.246	17.281.161
Izredni prihodki	826.920	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Izredni odhodki	509.363	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Celotni dobiček ali izguba	5.162.049	4.835.804	11.032.475	12.378.533	15.169.262	16.187.950	16.936.716	18.424.445	14.930.768	15.510.246	17.281.161
Davki iz dobička	0	0	1.798.786	1.870.932	2.038.980	2.443.959	2.870.020	2.920.707	2.905.189	2.948.258	3.063.562
Drugi davki	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Čisti dobiček ali izguba	5.162.049	4.835.804	9.233.689	10.507.600	13.130.282	13.743.991	14.066.696	15.503.738	12.025.579	12.561.987	14.217.600

Priloga 4: Napoved bilance stanja družbe Telekom Slovenije d.d.

000 SIT

SREDSTVA	dec.00	dec.01	dec.02	dec.03	dec.04	dec.05	dec.06	dec.07	dec.08	dec.09	dec.10
	Realiz	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Stalna sredstva	221.371.313	237.166.456	230.594.206	231.122.591	231.291.799	231.405.225	231.145.192	236.818.105	239.484.063	242.494.690	246.630.446
Neopredmetena dolgoročna sredstva	1.495.067	1.495.067	1.495.067	1.495.067	1.495.067	1.495.067	1.495.067	1.495.067	1.495.067	1.495.067	1.495.067
Opredmetena osnovna sredstva	183.254.087	174.981.160	165.197.237	161.570.635	155.669.200	150.338.575	145.546.564	145.546.564	145.546.564	145.546.564	145.546.564
Dolgoročne finančne naložbe	36.622.159	60.690.229	63.901.903	68.056.889	74.127.532	79.571.583	84.103.562	89.776.474	92.442.432	95.453.059	99.588.815
Popravek kapitala	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gibljava sredstva	17.722.232	18.875.833	21.499.085	21.311.727	21.655.412	22.186.689	22.899.258	23.219.610	23.644.259	24.170.402	24.798.508
Zaloge	1.333.388	1.421.423	1.621.612	1.607.314	1.633.541	1.674.085	1.728.463	1.752.910	1.785.316	1.825.468	1.873.401
Dolgoročne terjatve iz poslovanja	116.723	116.723	116.723	116.723	116.723	116.723	116.723	116.723	116.723	116.723	116.723
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	12.995.769	13.853.795	15.804.918	15.665.565	15.921.191	16.316.344	16.846.339	17.084.611	17.400.456	17.791.792	18.258.965
Kratkoročne finančne naložbe	132.920	132.920	132.920	132.920	132.920	132.920	132.920	132.920	132.920	132.920	132.920
Denarna sredstva	337.549	359.835	410.513	406.894	413.533	423.797	437.563	443.752	451.955	462.120	474.254
Aktivne časovne razmejitev	2.805.883	2.991.137	3.412.399	3.382.312	3.437.503	3.522.820	3.637.250	3.688.694	3.756.888	3.841.380	3.942.246
SKUPAJ SREDSTVA	239.093.545	256.042.289	252.093.292	252.434.318	252.947.211	253.591.914	254.044.450	260.037.715	263.128.321	266.665.092	271.428.954
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	dec.00	dec.01	dec.02	dec.03	dec.04	dec.05	dec.06	dec.07	dec.08	dec.09	dec.10
	Realiz	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Kapital	172.100.784	174.832.164	182.131.531	188.945.656	197.872.898	206.364.776	209.436.279	213.686.660	213.309.248	216.250.773	220.418.783
Kapital navadnih delničarjev	172.100.784	174.832.164	182.131.531	188.945.656	197.872.898	206.364.776	209.436.279	213.686.660	213.309.248	216.250.773	220.418.783
Osnovni kapital	65.354.780	65.354.780	65.354.780	65.354.780	65.354.780	65.354.780	65.354.780	65.354.780	65.354.780	65.354.780	65.354.780
Vplačani presežek kapitala	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezerve	34.264.700	34.264.700	34.264.700	34.264.700	34.264.700	34.264.700	34.264.700	34.264.700	34.264.700	34.264.700	34.264.700
Preneseni čisti dobiček ali izguba prejšnjih let	11.672.302	12.105.878	15.007.360	20.547.573	26.852.134	34.730.303	37.479.101	40.292.440	43.393.188	45.798.303	48.310.701
Revalorizacijski popravek kapitala navadnih delničarjev	58.271.002	58.271.002	58.271.002	58.271.002	58.271.002	58.271.002	58.271.002	58.271.002	58.271.002	58.271.002	58.271.002
Nerazdeljeni čisti dobiček ali izguba poslovnega leta	2.538.000	4.835.804	9.233.689	10.507.600	13.130.282	13.743.991	14.066.696	15.503.738	12.025.579	12.561.987	14.217.600
Dolgoročne rezervacije	1.077.379	1.077.379	1.077.379	1.077.379	1.077.379	1.077.379	1.077.379	1.077.379	1.077.379	1.077.379	1.077.379
Dolgoročne obveznosti iz financiranja	30.779.154	45.000.000	33.000.000	29.000.000	23.000.000	17.000.000	17.000.000	17.000.000	17.000.000	17.000.000	17.000.000
Dolgoročne obveznosti iz poslovanja	8.824	8.824	8.824	8.824	8.824	8.824	8.824	8.824	8.824	8.824	8.824
Kratkoročne obveznosti iz financiranja	5.270.095	5.686.482	5.146.299	5.622.600	5.503.374	5.849.442	5.399.757	6.837.371	9.907.538	10.014.819	10.032.168
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	24.292.059	23.504.753	23.961.031	21.071.308	18.666.717	16.304.254	13.908.010	14.111.244	14.373.838	14.694.220	15.072.664
Pasivne časovne razmejitev	5.565.250	5.932.687	6.768.228	6.708.551	6.818.020	6.987.238	7.214.201	7.316.238	7.451.494	7.619.077	7.819.137
SKUPAJ OBVEZNOSTI IN KAPITAL	239.093.545	256.042.289	252.093.292	252.434.318	252.947.211	253.591.914	254.044.450	260.037.715	263.128.321	266.665.092	271.428.954

Priloga 5: Denarni tok za vrednotenje družbe Telekom Slovenije d.d.

000 SIT

	jan-dec.00	jan-dec.01	jan-dec.02	jan-dec.03	jan-dec.04	jan-dec.05	jan-dec.06	jan-dec.07	jan-dec.08	jan-dec.09	jan-dec.10
	Realiz	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Dobiček iz poslovanja	2.212.875	3.370.205	9.860.640	9.667.338	10.365.911	11.573.816	13.064.473	13.301.841	13.397.576	13.681.087	14.146.691
Davek na dobiček iz poslovanja	(0)	0	(1.607.725)	(1.461.153)	(1.393.336)	(1.747.345)	(2.213.847)	(2.108.654)	(2.606.865)	(2.600.564)	(2.507.890)
Dobiček iz poslovanja po davkih	2.212.875	3.370.205	8.252.915	8.206.185	8.972.575	9.826.471	10.850.626	11.193.187	10.790.711	11.080.523	11.638.800
Amortizacija	25.333.074	25.572.927	24.283.923	23.326.602	22.646.435	21.844.625	21.122.012	20.779.930	20.779.930	20.779.930	20.779.930
Sprememba v denarnih sredstvih	(209.072)	(22.286)	(50.678)	3.620	(6.640)	(10.264)	(13.766)	(6.189)	(8.204)	(10.164)	(12.134)
Sprememba v kratkoročnih terjatvah iz poslovanja	(709.071)	(858.026)	(1.951.124)	139.354	(255.626)	(395.153)	(529.995)	(238.272)	(315.845)	(391.335)	(467.173)
Sprememba v dolgoročnih terjatvah iz poslovanja	14.541	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sprememba v zalogah	(656.262)	(88.035)	(200.189)	14.298	(26.228)	(40.543)	(54.378)	(24.447)	(32.406)	(40.152)	(47.933)
Sprememba v aktivnih časovnih razmejivah	1.707.780	(185.254)	(421.262)	30.087	(55.192)	(85.317)	(114.430)	(51.445)	(68.193)	(84.492)	(100.866)
Sprememba v kratkoročnih obveznostih iz poslovanja	7.363.027	(787.306)	456.278	(2.889.723)	(2.404.591)	(2.362.462)	(2.396.244)	203.234	262.594	320.382	378.443
Sprememba v pasivnih časovnih razmejivah	(1.587.769)	367.437	835.541	(59.676)	109.468	169.219	226.963	102.037	135.256	167.584	200.060
Sprememba v dolgoročnih obveznostih iz poslovanja	2.796	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sprememba v dolgoročnih rezervacijah	9.664	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Izredni prihodki	826.920	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Izredni odhodki	(509.363)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Poslovni stroški financiranja	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Delitev dobička zaposlenim in drugo	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Denarni tok iz poslovanja	33.799.140	27.369.662	31.205.404	28.770.746	28.980.202	28.946.575	29.090.787	31.958.034	31.543.843	31.822.275	32.369.127
Naložbe v neopredmetena dolgoročna sredstva	(431.591)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Naložbe v opredmetena osnovna sredstva	(36.965.953)	(17.300.000)	(14.500.000)	(19.700.000)	(16.745.000)	(16.514.000)	(16.330.000)	(20.779.930)	(20.779.930)	(20.779.930)	(20.779.930)
Sprememba v dolgoročnih finančnih naložbah	(20.370.801)	(24.068.070)	(3.211.674)	(4.154.986)	(6.070.643)	(5.444.051)	(4.531.979)	(5.672.912)	(2.665.958)	(3.010.627)	(4.135.756)
Sprememba v potrebnih kratkoročnih finančnih naložbah	580.739	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodki iz obresti in drugi prihodki od financiranja	2.891.820	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodki na podlagi deležev iz dobička podjetij v skupini	5.020.957	4.068.070	3.211.674	4.154.986	6.070.643	5.444.051	4.531.979	5.672.912	2.665.958	3.010.627	4.135.756
Prihodki na podlagi deležev iz dobička drugih povez. podjetij	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodki na podlagi deležev iz dobička drugih	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Odpisi dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb	(220)	(400)	(428)	(460)	(505)	(535)	(558)	(600)	(602)	(624)	(658)
Denarni tok iz investiranja	(49.275.049)	(37.300.400)	(14.500.428)	(19.700.460)	(16.745.505)	(16.514.535)	(16.330.558)	(20.780.530)	(20.780.532)	(20.780.554)	(20.780.588)
PROSTI DENARNI TOK	(15.475.909)	(9.930.737)	16.704.977	9.070.286	12.234.697	12.432.040	12.760.230	11.177.504	10.763.312	11.041.722	11.588.539
Sprememba v kratkoročnih obveznostih iz financiranja	3.554.598	(416.387)	540.183	(476.301)	119.226	(346.068)	449.685	(1.437.614)	(3.070.167)	(107.281)	(17.349)
Sprememba v dolgoročnih obveznostih iz financiranja	(12.649.874)	(14.220.846)	12.000.000	4.000.000	6.000.000	6.000.000	0	0	0	0	0
Stroški obresti in drugi odhodki financiranja	5.280.940	2.602.072	2.230.472	1.853.111	1.912.431	1.525.996	1.315.352	1.361.761	1.430.488	1.528.539	1.556.298
Denarni tok obrestovanim obveznostim	(3.814.336)	(12.035.161)	14.770.655	5.376.810	8.031.657	7.179.927	1.765.037	(75.853)	(1.639.679)	1.421.259	1.538.950
Nove izdaje prednostnih delnic	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Odkup že izdanih prednostnih delnic	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividende prednostnim delnicam	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Revalorizacija kapitala prednostnih delnic	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Denarni tok prednostnim delnicam	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nove izdaje navadnih delnic	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Odkup že izdanih navadnih delnic	(0)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividende navadnim delnicam	0	2.104.424	1.934.321	3.693.475	4.203.040	5.252.113	10.995.193	11.253.357	12.402.990	9.620.463	10.049.590
Revalorizacija kapitala navadnih delnic	(12.833.454)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sprememba presežnih kr. finančnih naložb	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obresti na presežne kr. finančne naložbe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Denarni tok navadnim delnicam	(12.833.454)	2.104.424	1.934.321	3.693.475	4.203.040	5.252.113	10.995.193	11.253.357	12.402.990	9.620.463	10.049.590
PROSTI DENARNI TOK	(16.647.790)	(9.930.737)	16.704.977	9.070.286	12.234.697	12.432.040	12.760.230	11.177.504	10.763.312	11.041.722	11.588.539

Priloga 6: Napoved izkaza uspeha družbe Mobitel d.d.

000 SIT

	jan-dec.00	jan-dec.01	jan-dec.02	jan-dec.03	jan-dec.04	jan-dec.05	jan-dec.06	jan-dec.07	jan-dec.08	jan-dec.09	jan-dec.10	jan-dec.11	jan-dec.12	jan-dec.13	jan-dec.14	jan-dec.15	jan-dec.16
	Realiz	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Čisti prihodki iz prodaje	47.700.849	58.201.036	67.366.360	73.754.578	81.304.244	76.658.275	72.593.087	77.819.789	65.043.414	66.204.894	69.689.390	74.335.373	78.400.626	85.369.579	91.757.785	98.726.697	105.695.617
Čisti prihodki iz prodaje drugim podjetjem	47.700.849	58.201.036	67.366.360	73.754.578	81.304.244	76.658.275	72.593.087	77.819.789	65.043.414	66.204.894	69.689.390	74.335.373	78.400.626	85.369.579	91.757.785	98.726.697	105.695.617
Proizvodi in storitve - domači trg	41.068.416	50.108.633	57.999.591	63.499.576	69.999.519	65.999.537	62.499.581	66.999.551	55.999.632	56.999.617	59.999.621	63.999.616	67.499.627	73.499.601	78.999.576	84.999.515	90.999.461
Blago in material - domači trg	5.042.838	6.152.897	7.121.836	7.797.186	8.595.321	8.104.159	7.674.395	8.226.952	6.876.259	6.999.049	7.367.422	7.858.586	8.288.357	9.025.101	9.700.449	10.437.188	11.173.928
Proizvodi in storitve - tuji trg	1.589.595	1.939.506	2.244.933	2.457.816	2.709.403	2.554.580	2.419.110	2.593.286	2.167.523	2.206.228	2.322.347	2.477.171	2.612.642	2.844.877	3.057.759	3.289.993	3.522.227
Blago in material - tuji trg	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sprememba vrednosti zalog proizvodov in nedok. proizvodnje	0	(0)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vrednost usredstvenih lastnih proizvodov ali storitev	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Drugi prihodki od poslovanja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kosmati donos iz poslovanja	47.700.849	58.201.036	67.366.360	73.754.578	81.304.244	76.658.275	72.593.087	77.819.789	65.043.414	66.204.894	69.689.390	74.335.373	78.400.626	85.369.579	91.757.785	98.726.697	105.695.617
Stroški blaga, materiala in storitev	29.704.761	36.243.545	41.951.070	45.929.206	50.630.611	47.737.426	45.205.910	48.460.736	40.504.501	41.227.790	43.397.691	46.290.884	48.822.440	53.162.218	57.140.347	61.480.099	65.819.856
Nabavna vrednost prodanega blaga	9.694.343	11.828.318	13.691.006	14.989.297	16.523.631	15.579.421	14.753.244	15.815.478	13.218.909	13.454.959	14.163.120	15.107.333	15.933.523	17.349.838	18.648.126	20.064.432	21.480.741
Stroški materiala	2.082.257	2.540.615	2.940.704	3.219.565	3.549.126	3.346.318	3.168.863	3.397.021	2.839.302	2.890.003	3.042.110	3.244.918	3.422.376	3.726.588	4.005.448	4.309.658	4.613.868
Stroški storitev	17.928.161	21.874.612	25.319.360	27.720.344	30.557.854	28.811.686	27.283.803	29.248.236	24.446.290	24.882.828	26.192.461	27.938.633	29.466.541	32.085.793	34.486.773	37.106.009	39.725.247
Stroški dela	2.729.577	2.756.873	2.784.441	2.812.286	2.840.409	2.868.813	2.897.501	2.926.476	2.955.741	2.985.298	3.015.151	3.045.303	3.075.756	3.106.513	3.137.578	3.168.954	3.200.644
Stroški plač	2.147.408	2.168.882	2.190.571	2.212.477	2.234.601	2.256.947	2.279.517	2.302.312	2.325.335	2.348.589	2.372.074	2.395.795	2.419.753	2.443.951	2.468.390	2.493.074	2.518.005
Stroški socialnega in pokojninskega zavarovanja	351.099	354.610	358.156	361.738	365.355	369.009	372.699	376.426	380.190	383.992	387.832	391.710	395.627	399.583	403.579	407.615	411.691
Drugi stroški dela	231.070	233.381	235.715	238.072	240.452	242.857	245.285	247.738	250.216	252.718	255.245	257.797	260.375	262.979	265.609	268.265	270.948
Amortizacija	6.920.365	9.575.157	12.465.580	13.211.728	13.318.932	12.878.795	12.776.158	12.924.577	12.913.053	12.788.757	12.438.429	12.452.271	12.889.317	13.221.384	13.463.539	13.628.556	13.727.197
Amortizacija neopredmetenih dolgoročnih sredstev	0	0	1.466.667	1.466.667	1.466.667	1.466.667	1.466.667	1.466.667	1.466.667	1.466.667	1.466.667	1.466.667	1.466.667	1.466.667	1.466.667	1.466.667	1.466.667
Amortizacija opredmetenih osnovnih sredstev	6.920.365	9.575.157	10.998.913	11.745.061	11.852.266	11.412.128	11.309.492	11.457.910	11.446.387	11.322.090	10.971.762	10.985.605	11.422.651	11.754.717	11.996.872	12.161.890	12.260.531
Odpisi obratnih sredstev	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezervacije	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Drugi odhodki poslovanja	919.078	1.121.391	1.297.984	1.421.069	1.566.533	1.477.016	1.398.690	1.499.396	1.253.227	1.275.605	1.342.743	1.432.260	1.510.587	1.644.862	1.767.947	1.902.221	2.036.494
Dobiček iz poslovanja ali izguba iz poslovanja	7.427.068	8.504.070	8.867.285	10.380.289	12.947.759	11.696.225	10.314.827	12.008.605	7.416.893	7.927.444	9.495.376	11.114.655	12.102.525	14.234.602	16.248.374	18.546.866	20.911.425
Prihodki na podlagi deležev iz dobička podjetij v skupini	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodki na podlagi deležev iz dobička drugih povez. podjetij	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodki na podlagi deležev iz dobička drugih	15.117	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodki iz obresti in drugi prihodki od financiranja	797.415	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
Odpisi dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Stroški obresti in drugi odhodki financiranja	3.880.301	3.632.997	4.566.701	4.944.950	4.962.571	4.746.792	4.760.046	4.864.234	4.950.223	4.998.923	4.816.129	4.813.671	5.082.682	5.307.916	5.476.290	5.607.661	5.703.844
Dobiček ali izguba iz rednega delovanja	4.359.299	4.891.073	4.320.585	5.455.339	8.005.188	6.969.433	5.574.781	7.164.370	2.486.670	2.948.521	4.699.247	6.320.983	7.039.844	8.946.685	10.792.084	12.959.205	15.227.580
Izredni prihodki	693.385	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Izredni odhodki	158.397	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Celotni dobiček ali izguba	4.894.287	4.891.073	4.320.585	5.455.339	8.005.188	6.969.433	5.574.781	7.164.370	2.486.670	2.948.521	4.699.247	6.320.983	7.039.844	8.946.685	10.792.084	12.959.205	15.227.580
Davki iz dobička	0	1.222.768	1.080.146	1.363.835	2.001.297	1.742.358	1.393.695	1.791.093	621.667	737.130	1.174.812	1.580.246	1.759.961	2.236.671	2.698.021	3.239.801	3.806.895
Drugi davki	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Čisti dobiček ali izguba	4.894.287	3.668.305	3.240.438	4.091.504	6.003.891	5.227.075	4.181.086	5.373.278	1.865.002	2.211.391	3.524.435	4.740.738	5.279.883	6.710.014	8.094.063	9.719.404	11.420.685

Priloga 7: Napoved bilance stanja družbe Mobitel d.d.

000 SIT

SREDSTVA	dec.00	dec.01	dec.02	dec.03	dec.04	dec.05	dec.06	dec.07	dec.08	dec.09	dec.10	dec.11	dec.12	dec.13	dec.14	dec.15	dec.16
	Realiz	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Stalna sredstva	74.254.572	112.279.415	119.323.835	124.268.107	121.740.174	118.016.379	120.943.221	121.557.644	121.999.591	120.797.834	117.254.405	122.700.134	127.392.816	131.437.432	134.923.894	137.930.337	140.522.140
Neopredmetena dolgoročna sredstva	9.849.446	31.849.446	30.382.779	28.916.113	27.449.446	25.982.779	24.516.113	23.049.446	21.582.779	20.116.113	18.649.446	17.182.779	15.716.113	14.249.446	12.782.779	11.316.113	9.849.446
Opredmetena osnovna sredstva	63.871.293	79.896.136	88.407.222	94.818.161	93.756.895	91.499.767	95.893.276	97.974.365	99.882.979	100.147.888	98.071.126	104.983.521	111.142.871	116.654.153	121.607.281	126.080.392	130.138.861
Dolgoročne finančne naložbe	533.833	533.833	533.833	533.833	533.833	533.833	533.833	533.833	533.833	533.833	533.833	533.833	533.833	533.833	533.833	533.833	533.833
Popravek kapitala	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gibljava sredstva	17.711.318	21.389.910	24.600.852	26.838.873	29.483.792	27.856.143	26.431.962	28.263.063	23.787.040	24.193.949	25.414.693	27.042.347	28.466.551	30.908.025	33.146.042	35.587.502	38.028.965
Zaloge	2.643.692	3.225.637	3.733.600	4.087.650	4.506.070	4.248.580	4.023.278	4.312.954	3.604.857	3.669.229	3.862.348	4.119.839	4.345.145	4.731.381	5.085.430	5.471.663	5.857.897
Dolgoročne terjatve iz poslovanja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	13.809.228	16.848.995	19.502.324	21.351.691	23.537.293	22.192.301	21.015.443	22.528.555	18.829.840	19.166.084	20.174.833	21.519.829	22.696.705	24.714.193	26.563.556	28.581.031	30.598.509
Kratkoročne finančne naložbe	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Denarna sredstva	122.770	149.795	173.384	189.826	209.257	197.299	186.836	200.289	167.405	170.395	179.363	191.321	201.784	219.720	236.161	254.098	272.034
Aktivne časovne razmejitev	135.628	165.483	191.543	209.707	231.173	217.963	206.404	221.265	184.938	188.241	198.148	211.358	222.917	242.732	260.895	280.710	300.525
SKUPAJ SREDSTVA	91.965.890	133.669.325	143.924.687	151.106.980	151.223.967	145.872.522	147.375.183	149.820.707	145.786.631	144.991.783	142.669.097	149.742.480	155.859.367	162.345.457	168.069.936	173.517.840	178.551.105
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	dec.00	dec.01	dec.02	dec.03	dec.04	dec.05	dec.06	dec.07	dec.08	dec.09	dec.10	dec.11	dec.12	dec.13	dec.14	dec.15	dec.16
	Realiz	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Kapital	33.839.248	52.613.266	52.185.399	53.036.465	54.948.852	54.172.036	53.126.047	54.318.239	50.809.963	51.156.352	52.469.396	53.685.699	54.224.844	55.654.975	57.039.024	58.664.365	60.365.646
Kapital navadnih delničarjev	33.839.248	52.613.266	52.185.399	53.036.465	54.948.852	54.172.036	53.126.047	54.318.239	50.809.963	51.156.352	52.469.396	53.685.699	54.224.844	55.654.975	57.039.024	58.664.365	60.365.646
Osnovni kapital	23.536.033	43.536.033	43.536.033	43.536.033	43.536.033	43.536.033	43.536.033	43.536.033	43.536.033	43.536.033	43.536.033	43.536.033	43.536.033	43.536.033	43.536.033	43.536.033	43.536.033
Vplačani presežek kapitala	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezerve	1.521.799	1.521.799	1.521.799	1.521.799	1.521.799	1.521.799	1.521.799	1.521.799	1.521.799	1.521.799	1.521.799	1.521.799	1.521.799	1.521.799	1.521.799	1.521.799	1.521.799
Preneseni čisti dobiček ali izguba prejšnjih let	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Revalorizacijski popravek kapitala navadnih delničarjev	3.887.128	3.887.128	3.887.128	3.887.128	3.887.128	3.887.128	3.887.128	3.887.128	3.887.128	3.887.128	3.887.128	3.887.128	3.887.128	3.887.128	3.887.128	3.887.128	3.887.128
Nerazdeljeni čisti dobiček ali izguba poslovnega leta	4.894.287	3.668.305	3.240.438	4.091.504	6.003.891	5.227.075	4.181.086	5.373.278	1.865.002	2.211.391	3.524.435	4.740.738	5.279.883	6.710.014	8.094.063	9.719.404	11.420.685
Dolgoročne rezervacije	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dolgoročne obveznosti iz financiranja	26.508.897	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000
Dolgoročne obveznosti iz poslovanja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne obveznosti iz financiranja	18.104.573	19.568.289	27.655.073	32.176.583	28.242.438	24.983.966	28.684.243	28.456.903	31.550.521	30.080.248	25.457.396	29.998.316	34.424.413	37.506.137	40.036.852	41.885.192	43.242.951
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	12.237.348	14.931.104	17.282.409	18.921.266	20.858.084	19.666.191	18.623.293	19.964.170	16.686.472	16.984.443	17.878.368	19.070.265	20.113.180	21.901.020	23.539.873	25.327.703	27.115.535
Pasivne časovne razmejitev	1.275.824	1.556.666	1.801.805	1.972.666	2.174.592	2.050.330	1.941.601	2.081.396	1.739.674	1.770.740	1.863.937	1.988.201	2.096.931	2.283.325	2.454.187	2.640.580	2.826.973
SKUPAJ OBVEZNOSTI IN KAPITAL	91.965.890	133.669.325	143.924.687	151.106.980	151.223.967	145.872.522	147.375.183	149.820.707	145.786.631	144.991.783	142.669.097	149.742.480	155.859.367	162.345.457	168.069.936	173.517.840	178.551.105

Priloga 9: Prihodki od prodaje SiOLa v letu 2000 in napoved za obdobje 2001-2010

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Število SiOLovih naročnikov	84.589	124.064	152.260	180.457	203.014	219.931	231.210	240.695	248.595	255.122	260.481
Stopnja rasti	88,0%	46,7%	22,7%	18,5%	12,5%	8,3%	5,1%	4,1%	3,3%	2,6%	4,0%
Čisti prihodki od prodaje v mio SIT	3.008	4.844	6.415	7.724	8.902	9.818	10.473	10.955	11.359	11.694	11.970
Proizvodi in storitve - domači trg	2.933	4.723	6.254	7.531	8.679	9.573	10.211	10.681	11.074	11.401	11.670
Blago in material - domači trg	33	52	70	84	96	106	113	119	123	127	130
Proizvodi in storitve - tuji trg	43	69	91	110	126	139	149	155	161	166	170

Priloga 10: Napoved izkaza uspeha družbe SiOL d.o.o.

000 SIT

	jan-dec.00	jan-dec.01	jan-dec.02	jan-dec.03	jan-dec.04	jan-dec.05	jan-dec.06	jan-dec.07	jan-dec.08	jan-dec.09	jan-dec.10
	Realiz	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Čisti prihodki iz prodaje	3.008.352	4.843.778	6.414.712	7.723.826	8.902.018	9.818.392	10.472.984	10.955.056	11.358.640	11.693.606	11.969.575
Čisti prihodki iz prodaje drugim podjetjem	3.008.352	4.843.778	6.414.712	7.723.826	8.902.018	9.818.392	10.472.984	10.955.056	11.358.640	11.693.606	11.969.575
Proizvodi in storitve - domači trg	2.933.064	4.722.556	6.254.175	7.530.527	8.679.234	9.572.674	10.210.884	10.680.891	11.074.375	11.400.958	11.670.021
Blago in material - domači trg	32.599	52.488	69.511	83.697	96.464	106.394	113.487	118.711	123.084	126.714	129.704
Proizvodi in storitve - tuji trg	42.689	68.734	91.026	109.602	126.321	139.325	148.613	155.454	161.181	165.934	169.850
Blago in material - tuji trg	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sprememba vrednosti zalog proizvodov in nedok. proizvodnje	0	(0)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vrednost usredstvenih lastnih proizvodov ali storitev	21.863	21.863	21.863	21.863	21.863	21.863	21.863	21.863	21.863	21.863	21.863
Drugi prihodki od poslovanja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kosmati donos iz poslovanja	3.030.215	4.865.641	6.436.575	7.745.689	8.923.881	9.840.255	10.494.847	10.976.919	11.380.503	11.715.469	11.991.438
Stroški blaga, materiala in storitev	2.127.438	3.416.077	4.519.018	5.438.137	6.265.337	6.908.716	7.368.301	7.706.759	7.990.113	8.225.290	8.419.046
Nabavna vrednost prodanega blaga	7.333	11.807	15.636	18.827	21.699	23.933	25.528	26.703	27.687	28.504	29.176
Stroški materiala	24.918	40.011	52.929	63.694	73.383	80.918	86.301	90.265	93.584	96.338	98.608
Stroški storitev	2.095.187	3.364.259	4.450.452	5.355.616	6.170.255	6.803.865	7.256.471	7.589.791	7.868.842	8.100.448	8.291.262
Stroški dela	276.897	339.594	376.617	414.346	452.792	478.107	503.883	523.059	542.567	562.414	648.146
Stroški plač	208.217	255.363	283.203	311.574	340.484	359.520	378.903	393.322	407.992	422.916	487.383
Stroški socialnega in pokojninskega zavarovanja	33.773	41.420	45.936	50.538	55.227	58.314	61.458	63.797	66.177	68.597	79.054
Drugi stroški dela	34.907	42.811	47.478	52.234	57.081	60.272	63.522	65.939	68.399	70.901	81.708
Amortizacija	502.164	536.552	675.023	738.021	760.071	757.427	797.765	797.765	797.765	797.765	797.765
Amortizacija neopredmetenih dolgoročnih sredstev	0	31.898	31.898	31.898	31.898	31.898	31.898	31.898	31.898	31.898	31.898
Amortizacija opredmetenih osnovnih sredstev	502.164	504.653	643.125	706.123	728.173	725.529	765.867	765.867	765.867	765.867	765.867
Odpisi obratnih sredstev	18.326	29.507	39.077	47.051	54.228	59.811	63.798	66.735	69.194	71.234	72.915
Rezervacije	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Drugi odhodki poslovanja	4.208	6.775	8.973	10.804	12.452	13.734	14.649	15.324	15.888	16.357	16.743
Dobiček iz poslovanja ali izguba iz poslovanja	101.182	537.136	817.867	1.097.330	1.379.001	1.622.460	1.746.451	1.867.277	1.964.976	2.042.410	2.036.824
Prihodki na podlagi deležev iz dobička podjetij v skupini	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodki na podlagi deležev iz dobička drugih povez. podjetij	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodki na podlagi deležev iz dobička drugih	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodki iz obresti in drugi prihodki od financiranja	59.797	10.702	10.702	10.702	10.702	10.702	10.702	10.702	10.702	10.702	10.702
Odpisi dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Stroški obresti in drugi odhodki financiranja	48.799	14.817	32.714	36.966	43.767	53.111	56.420	53.528	49.000	45.350	44.220
Dobiček ali izguba iz rednega delovanja	112.180	533.020	795.856	1.071.066	1.345.936	1.580.051	1.700.733	1.824.451	1.926.679	2.007.762	2.003.306
Izredni prihodki	814	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Izredni odhodki	3.730	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Celotni dobiček ali izguba	109.264	533.020	795.856	1.071.066	1.345.936	1.580.051	1.700.733	1.824.451	1.926.679	2.007.762	2.003.306
Davki iz dobička	0	133.255	198.964	267.766	336.484	395.013	425.183	456.113	481.670	501.940	500.827
Drugi davki	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Čisti dobiček ali izguba	109.264	399.765	596.892	803.299	1.009.452	1.185.038	1.275.550	1.368.339	1.445.009	1.505.821	1.502.480

Priloga 11: Napoved bilance stanja družbe SiOL d.o.o.

000 SIT

SREDSTVA	dec.00	dec.01	dec.02	dec.03	dec.04	dec.05	dec.06	dec.07	dec.08	dec.09	dec.10
	Realiz	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Stalna sredstva	980.192	1.445.539	1.772.414	2.036.291	2.278.118	2.522.589	2.522.589	2.522.589	2.522.589	2.522.589	2.522.589
Neopredmetena dolgoročna sredstva	159.492	159.492	159.492	159.492	159.492	159.492	159.492	159.492	159.492	159.492	159.492
Opredmetena osnovna sredstva	807.692	1.273.039	1.599.914	1.863.791	2.105.618	2.350.089	2.350.089	2.350.089	2.350.089	2.350.089	2.350.089
Dolgoročne finančne naložbe	13.008	13.008	13.008	13.008	13.008	13.008	13.008	13.008	13.008	13.008	13.008
Popravek kapitala	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gibljiva sredstva	1.188.260	1.802.357	1.956.764	2.169.658	2.418.993	2.612.921	2.751.449	2.853.467	2.938.876	3.009.763	3.068.165
Zaloge	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dolgoročne terjatve iz poslovanja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	618.184	1.210.944	1.347.089	1.544.765	1.780.404	1.963.678	2.094.597	2.191.011	2.271.728	2.338.721	2.393.915
Kratkoročne finančne naložbe	535.104	535.104	535.104	535.104	535.104	535.104	535.104	535.104	535.104	535.104	535.104
Denarna sredstva	34.705	55.879	74.002	89.104	102.696	113.267	120.819	126.380	131.036	134.900	138.084
Aktivne časovne razmejitev	267	430	569	686	790	871	930	972	1.008	1.038	1.062
SKUPAJ SREDSTVA	2.168.452	3.247.896	3.729.178	4.205.950	4.697.111	5.135.510	5.274.038	5.376.057	5.461.465	5.532.352	5.590.754
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	dec.00	dec.01	dec.02	dec.03	dec.04	dec.05	dec.06	dec.07	dec.08	dec.09	dec.10
	Realiz	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Kapital	1.563.781	1.854.282	2.051.409	2.257.816	2.463.969	2.639.555	2.730.067	2.822.856	2.899.526	2.960.338	2.956.997
Kapital navadnih delničarjev	1.563.781	1.854.282	2.051.409	2.257.816	2.463.969	2.639.555	2.730.067	2.822.856	2.899.526	2.960.338	2.956.997
Osnovni kapital	1.288.652	1.288.652	1.288.652	1.288.652	1.288.652	1.288.652	1.288.652	1.288.652	1.288.652	1.288.652	1.288.652
Vplačani presežek kapitala	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezerve	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Preneseni čisti dobiček ali izguba prejšnjih let	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Revalorizacijski popravek kapitala navadnih delničarjev	165.865	165.865	165.865	165.865	165.865	165.865	165.865	165.865	165.865	165.865	165.865
Nerazdeljeni čisti dobiček ali izguba poslovnega leta	109.264	399.765	596.892	803.299	1.009.452	1.185.038	1.275.550	1.368.339	1.445.009	1.505.821	1.502.480
Dolgoročne rezervacije	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dolgoročne obveznosti iz financiranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dolgoročne obveznosti iz poslovanja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne obveznosti iz financiranja	0	423.355	511.322	544.864	705.614	811.849	800.142	729.230	670.765	624.949	638.472
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	604.671	970.258	1.166.447	1.403.270	1.527.529	1.684.105	1.743.829	1.823.971	1.891.174	1.947.065	1.995.286
Pasivne časovne razmejitev	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SKUPAJ OBVEZNOSTI IN KAPITAL	2.168.452	3.247.896	3.729.178	4.205.950	4.697.111	5.135.510	5.274.038	5.376.057	5.461.465	5.532.352	5.590.754

Priloga 12: Denarni tok za vrednotenje družbe SiOL d.o.o.

000 SIT

	jan-dec.00	jan-dec.01	jan-dec.02	jan-dec.03	jan-dec.04	jan-dec.05	jan-dec.06	jan-dec.07	jan-dec.08	jan-dec.09	jan-dec.10
	Realiz	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Dobiček iz poslovanja	101.182	537.136	817.867	1.097.330	1.379.001	1.622.460	1.746.451	1.867.277	1.964.976	2.042.410	2.036.824
Davek na dobiček iz poslovanja	(0)	(134.284)	(204.467)	(274.333)	(344.750)	(405.615)	(436.613)	(466.819)	(491.244)	(510.602)	(509.206)
Dobiček iz poslovanja po davkih	101.182	402.852	613.401	822.998	1.034.251	1.216.845	1.309.838	1.400.458	1.473.732	1.531.807	1.527.618
Amortizacija	502.164	536.552	675.023	738.021	760.071	757.427	797.765	797.765	797.765	797.765	797.765
Sprememba v denarnih sredstvih	(600)	(21.174)	(18.123)	(15.102)	(13.592)	(10.571)	(7.552)	(5.561)	(4.656)	(3.864)	(3.184)
Sprememba v kratkoročnih terjatvah iz poslovanja	(88.535)	(592.760)	(136.145)	(197.676)	(235.638)	(183.275)	(130.918)	(96.414)	(80.717)	(66.993)	(55.194)
Sprememba v dolgoročnih terjatvah iz poslovanja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sprememba v zalogah	714	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sprememba v aktivnih časovnih razmejtvah	562	(163)	(139)	(116)	(105)	(81)	(58)	(43)	(36)	(30)	(24)
Sprememba v kratkoročnih obveznostih iz poslovanja	213.688	365.587	196.189	236.823	124.259	156.577	59.723	80.143	67.203	55.891	48.221
Sprememba v pasivnih časovnih razmejtvah	(817)	(0)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sprememba v dolgoročnih obveznostih iz poslovanja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sprememba v dolgoročnih rezervacijah	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Izredni prihodki	814	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Izredni odhodki	(3.730)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Poslovni stroški financiranja	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Delitev dobička zaposlenim in drugo	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Denarni tok iz poslovanja	725.442	690.894	1.330.206	1.584.947	1.669.246	1.936.922	2.028.799	2.176.347	2.253.291	2.314.576	2.315.202
Naložbe v neopredmetena dolgoročna sredstva	14.920	(31.898)	(31.898)	(31.898)	(31.898)	(31.898)	(31.898)	(31.898)	(31.898)	(31.898)	(31.898)
Naložbe v opredmetena osnovna sredstva	(712.120)	(970.000)	(970.000)	(970.000)	(970.000)	(970.000)	(765.867)	(765.867)	(765.867)	(765.867)	(765.867)
Sprememba v dolgoročnih finančnih naložbah	(13.008)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sprememba v potrebnih kratkoročnih finančnih naložbah	(145.104)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodki iz obresti in drugi prihodki od financiranja	59.797	8.027	8.027	8.027	8.027	8.027	8.027	8.027	8.027	8.027	8.027
Prihodki na podlagi deležev iz dobička podjetij v skupini	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodki na podlagi deležev iz dobička drugih povez. podjetij	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Prihodki na podlagi deležev iz dobička drugih	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Odpisi dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb	(0)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Denarni tok iz investiranja	(795.515)	(993.872)	(993.872)	(993.872)	(993.872)	(993.872)	(789.738)	(789.738)	(789.738)	(789.738)	(789.738)
PROSTI DENARNI TOK	(70.073)	(302.978)	336.334	591.075	675.374	943.050	1.239.060	1.386.609	1.463.553	1.524.838	1.525.463
Sprememba v kratkoročnih obveznostih iz financiranja	0	(423.355)	(87.967)	(33.542)	(160.750)	(106.236)	11.707	70.913	58.465	45.816	(13.523)
Sprememba v dolgoročnih obveznostih iz financiranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Stroški obresti in drugi odhodki financiranja	48.799	11.113	24.535	27.725	32.825	39.833	42.315	40.146	36.750	34.012	33.165
Denarni tok obrestovanim obveznostim	48.799	(412.242)	(63.431)	(5.817)	(127.925)	(66.402)	54.022	111.059	95.214	79.829	19.642
Nove izdaje prednostnih delnic	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Odkup že izdanih prednostnih delnic	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividende prednostnim delnicam	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Revalorizacija kapitala prednostnih delnic	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Denarni tok prednostnim delnicam	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nove izdaje navadnih delnic	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Odkup že izdanih navadnih delnic	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividende navadnim delnicam	0	109.264	399.765	596.892	803.299	1.009.452	1.185.038	1.275.550	1.368.339	1.445.009	1.505.821
Revalorizacija kapitala navadnih delnic	(118.872)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sprememba presežnih kr. finančnih naložb	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obresti na presežne kr. finančne naložbe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Denarni tok navadnim delnicam	(118.872)	109.264	399.765	596.892	803.299	1.009.452	1.185.038	1.275.550	1.368.339	1.445.009	1.505.821
PROSTI DENARNI TOK	(70.073)	(302.978)	336.334	591.075	675.374	943.050	1.239.060	1.386.609	1.463.553	1.524.838	1.525.463

Priloga 13: Izračun kazalnikov primerjalnega vrednotenja za portfeljskega investitorja

	TPSA	Matav Rt.	Eesti Telecom	Cesky Telecom	Povprečna vrednost kazalnika
Leto računovodskih izkazov	2000	2001	2001	2001	
Število delnic v mio.	1.400	1.037	137	322	
Tečaj delnice v EUR na dan 2.4.2002	3,63	3,98	5,37	10,06	
Tržna kapitalizacija v mio. EUR	5.088	4.124	738	3.241	
Manjšinski kapital v mio. EUR	81	196	0	1	
Celotni dolg mio. v mio. EUR	3.751	1.844	9	844	
Denar in kratk. fin. nal. v mio. EUR	306	42	30	266	
Neto dolg v mio. EUR	3.527	1.997	-21	579	
Vrednost podjetja (EV) v mio. EUR	8.615	6.121	717	3.819	
Prihodki od prodaje v mio. EUR	4.501	2.227	274	1.747	
EBITDA v mio. EUR	1.721	960	123	848	
Čisti dobiček v mio. EUR	432	306	50	190	
Kapital v mio. EUR	3.283	1.872	231	3.344	
EV / prihodki od prodaje	1,91	2,75	2,62	2,19	2,37
EV / EBITDA	5,01	6,38	5,81	4,50	5,42
Tečaj / čisti dobiček na delnico	11,79	13,48	14,82	17,08	14,29
Tečaj / knjigovodska vredn. deln.	1,55	2,20	3,19	0,97	1,98

Vir: Bloomberg Professional, 2001; Letna poročila telekomunikacijskih operaterjev, 2001; lasten izračun.

Priloga 14: Ocena vrednosti lastniškega kapitala Telekoma Slovenije (brez hčerinskih družb) za portfeljskega investitorja

v mio SIT	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Prosti denarni tok (FCF)	16.705	9.070	12.235	12.432	12.760	11.178	10.763	11.042	11.589
Preostala vrednost									170.171
Diskontni faktor	1,043	1,136	1,237	1,348	1,469	1,601	1,743	1,896	2,064
Sedanja vrednost FCF	16.017	7.987	9.889	9.224	8.688	6.983	6.176	5.823	88.078
Davčna stopnja	19,48%	17,81%	15,53%	17,78%	20,40%	18,84%	24,16%	23,47%	21,55%
Beta	1,12	1,07	1,05	1,02	1,00	1,00	0,99	1,00	1,00
Strošek lastn. kapitala	10,6%	10,3%	10,2%	10,0%	9,9%	9,8%	9,8%	9,9%	9,8%
Dolg / lastniški kapital	0,24	0,17	0,14	0,11	0,08	0,08	0,08	0,09	0,08
WACC	8,77%	8,89%	8,94%	8,94%	8,97%	8,99%	8,87%	8,81%	8,82%
Kratkoročne obv. iz financ.	5.686	5.146	5.623	5.503	5.849	5.400	6.837	9.908	10.015
Dolgoročne obv. iz financ.	45.000	33.000	29.000	23.000	17.000	17.000	17.000	17.000	17.000
Presežne kratk. fin. naložbe	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tržna vredn. lastn. kap.	108.178	117.399	125.350	132.995	140.147	141.916	143.391	143.829	147.261
Vrednost v SIT na delnico	16.552	17.963	19.180	20.350	21.444	21.715	21.940	22.007	22.533

Priloga 15: Ocena vrednosti lastniškega kapitala Mobitela za portfeljskega investitorja

v mio SIT	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Prosti denarni tok (FCF)	(993)	2.428	11.748	12.822	5.097	8.057	5.992	7.084	10.446	2.594	4.127	6.179	8.287	10.451	12.640
Preostala vrednost															329.518
Diskontni faktor	1,046	1,141	1,243	1,353	1,472	1,600	1,737	1,885	2,043	2,214	2,396	2,590	2,798	3,021	3,260
Sedanja vrednost FCF	-950	2.128	9.450	9.475	3.462	5.035	3.449	3.758	5.112	1.172	1.723	2.386	2.961	3.459	104.959
Davčna stopnja	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Beta	1,44	1,45	1,44	1,38	1,34	1,33	1,31	1,30	1,23	1,25	1,24	1,23	1,22	1,21	1,20
Strošek lastn. kapitala	12,7%	12,7%	12,7%	12,3%	12,0%	12,0%	11,8%	11,8%	11,4%	11,4%	11,4%	11,3%	11,3%	11,2%	11,1%
Dolg / lastniški kapital	0,71	0,72	0,71	0,63	0,57	0,56	0,52	0,51	0,42	0,44	0,43	0,41	0,40	0,38	0,37
WACC	9,31%	9,12%	8,96%	8,86%	8,79%	8,68%	8,59%	8,49%	8,40%	8,34%	8,22%	8,12%	8,03%	7,96%	7,90%
Kratkoročne obv. iz financ.	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000
Dolgoročne obv. iz financ.	19.568	27.655	32.177	28.242	24.984	28.684	28.457	31.551	25.457	29.998	34.424	37.506	40.037	41.885	43.243
Presežne kratk. fin. naložbe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tržna vredn. lastn. kap.	93.011	100.335	108.787	116.962	123.599	131.407	140.880	149.762	167.530	172.006	185.203	199.342	213.071	226.401	239.014
Vredn. v SIT na delnico TLS	14.232	15.352	16.646	17.897	18.912	20.107	21.556	22.915	25.634	26.319	28.338	30.502	32.602	34.642	36.572

Priloga 16: Ocena vrednosti lastniškega kapitala SiOLa za portfeljskega investitorja

v mio SIT	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Prosti denarni tok (FCF)	336	591	675	943	1.239	1.387	1.464	1.525	1.525
Preostala vrednost									18.314
Diskontni faktor	1,064	1,203	1,359	1,536	1,735	1,959	2,212	2,498	2,822
Sedanja vrednost FCF	316	492	497	614	714	708	662	610	7.031
Davčna stopnja	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Beta	1,56	1,56	1,56	1,57	1,58	1,57	1,56	1,56	1,55
Strošek lastn. kapitala	13,4%	13,5%	13,5%	13,5%	13,6%	13,5%	13,5%	13,4%	13,4%
Dolg / lastniški kapital	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	0,04	0,04	0,03
WACC	13,11%	13,07%	13,04%	12,99%	12,94%	12,93%	12,93%	12,94%	12,94%
Kratkoročne obv. iz financ.	423	511	545	706	812	800	729	671	625
Dolgoročne obv. iz financ.	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Presežne kratk. fin. naložbe	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tržna vredn. lastn. kap.	11.220	12.297	13.305	14.226	15.050	15.797	16.542	17.280	18.030
Vrednost v SIT na delnico	1.717	1.882	2.036	2.177	2.303	2.417	2.531	2.644	2.759

Priloga 17: Ocena vrednosti lastniškega kapitala Telekoma Slovenije (brez hčerinskih družb) za strateškega investitorja

v mio SIT	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Prosti denarni tok (FCF)	16.705	9.070	12.235	12.432	12.760	11.178	10.763	11.042	11.589
Preostala vrednost									236.388
Diskontni faktor	1,033	1,101	1,173	1,250	1,331	1,417	1,508	1,605	1,709
Sedanja vrednost FCF	16.179	8.242	10.429	9.948	9.589	7.887	7.136	6.878	145.130
Davčna stopnja	19,48%	17,81%	15,53%	17,78%	20,40%	18,84%	24,16%	23,47%	21,55%
Beta	1,04	1,02	1,01	0,99	0,98	0,98	0,97	0,98	0,98
Strošek lastn. kapitala	7,1%	7,0%	6,9%	6,8%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Dolg / lastniški kapital	0,14	0,10	0,09	0,07	0,05	0,05	0,05	0,06	0,05
WACC	6,61%	6,59%	6,59%	6,53%	6,48%	6,49%	6,43%	6,43%	6,44%
Kratkoročne obv. iz financ.	5.686	5.146	5.623	5.503	5.849	5.400	6.837	9.908	10.015
Dolgoročne obv. iz financ.	45.000	33.000	29.000	23.000	17.000	17.000	17.000	17.000	17.000
Presežne kratk. fin. naložbe	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tržna vredn. lastn. kap.	170.731	180.613	189.193	197.305	204.779	206.845	208.633	209.417	213.146
Vrednost v SIT na delnico	26.124	27.636	28.949	30.190	31.333	31.650	31.923	32.043	32.614

Priloga 18: Ocena vrednosti lastniškega kapitala Mobitela za strateškega investitorja

v mio SIT	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Prosti denarni tok (FCF)	(993)	2.428	11.748	12.822	5.097	8.057	5.992	7.084	10.446	2.594	4.127	6.179	8.287	10.451	12.640
Preostala vrednost															457.799
Diskontni faktor	1,040	1,115	1,194	1,278	1,366	1,461	1,561	1,667	1,780	1,899	2,026	2,161	2,303	2,454	2,615
Sedanja vrednost FCF	-955	2.178	9.840	10.036	3.730	5.515	3.839	4.249	5.870	1.366	2.037	2.860	3.598	4.258	179.931
Davčna stopnja	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Beta	1,44	1,22	1,22	1,19	1,17	1,17	1,15	1,15	1,12	1,13	1,13	1,12	1,12	1,11	1,11
Strošek lastn. kapitala	9,7%	8,2%	8,3%	8,1%	7,9%	7,9%	7,9%	7,8%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,6%	7,6%	7,6%
Dolg / lastniški kapital	0,71	0,40	0,40	0,36	0,33	0,33	0,31	0,31	0,26	0,27	0,27	0,26	0,26	0,25	0,24
WACC	8,26%	7,14%	7,10%	7,01%	6,95%	6,91%	6,86%	6,82%	6,73%	6,72%	6,68%	6,64%	6,60%	6,56%	6,53%
Kratkoročne obv. iz financ.	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000
Dolgoročne obv. iz financ.	19.568	27.655	32.177	28.242	24.984	28.684	28.457	31.551	25.457	29.998	34.424	37.506	40.037	41.885	43.243
Presežne kratk. fin. naložbe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tržna vredn. lastn. kap.	173.782	183.745	194.922	205.852	215.317	226.100	238.610	250.648	271.498	279.218	295.794	313.388	330.649	347.589	363.896
Vredn. v SIT na delnico TLS	26.591	28.115	29.825	31.498	32.946	34.596	36.510	38.352	41.542	42.723	45.260	47.952	50.593	53.185	55.680

Priloga 19: Ocena vrednosti lastniškega kapitala SiOLa za strateškega investitorja

v mio SIT	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Prosti denarni tok (FCF)	336	591	675	943	1.239	1.387	1.464	1.525	1.525
Preostala vrednost									26.856
Diskontni faktor	1,050	1,157	1,274	1,404	1,547	1,704	1,876	2,066	2,276
Sedanja vrednost FCF	320	511	530	672	801	814	780	738	12.471
Davčna stopnja	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Beta	1,54	1,55	1,55	1,55	1,56	1,55	1,55	1,54	1,54
Strošek lastn. kapitala	10,3%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,3%
Dolg / lastniški kapital	0,02	0,03	0,03	0,03	0,04	0,03	0,03	0,03	0,02
WACC	10,20%	10,19%	10,18%	10,17%	10,16%	10,15%	10,14%	10,13%	10,13%
Kratkoročne obv. iz financ.	423	511	545	706	812	800	729	671	625
Dolgoročne obv. iz financ.	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Presežne kratk. fin. naložbe	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tržna vredn. lastn. kap.	17.214	18.570	19.858	21.064	22.179	23.224	24.276	25.332	26.411
Vrednost v SIT na delnico	2.634	2.841	3.039	3.223	3.394	3.554	3.714	3.876	4.041