

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

RAZPRŠITEV DEJAVNOSTI IN VREDNOST ZA LASTNIKE: ALI JE KONCEPT
HOLDINGOV EKONOMSKO SPREJEMLJIV?

Ljubljana, maj 2007

PETER JENČIČ

IZJAVA

Študent Peter Jenčič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom mag. Aleša Berka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

Ljubljana, junij 2007

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 PREVZEMNI VALOVI	1
1.1 Prvi prevzemni val med leti 1897 in 1904	2
1.2 Drugi prevzemni val med leti 1920 in 1929	2
1.3 Tretji prevzemni val med v šestdesetih letih dvajsetega stoletja	2
1.4 Četrti prevzemni val med leti 1984 in 1988	4
1.5 Peti prevzemni val z začetkom v sredini 90-ih let dvajsetega stoletja, ki traja še danes	5
2 HOLDINGI IN NJIHOVE POJAVNE OBLIKE.....	5
2.1 Razlogi za združevanje podjetij v holdinge	7
3 PREDNOSTI IN SLABOSTI HOLDINGOV	9
3.1 Premija pri vrednotenju holdinga	9
3.2 Diskont pri vrednotenju holdinga	10
3.2.1 Uporaba Tobinovega q pri računanju diskonta holdinga	10
3.2.2 Uporaba metode za izračun presežne vrednosti pri računanju diskonta	12
3.2.2.1 <i>Berger in Ofek (1995) – Učinek razpršitve dejavnost in vrednost podjetja</i>	<i>14</i>
3.2.2.1.1 Vzorec podjetij	14
3.2.2.2 <i>Mansi in Reeb (2002) – vpliv velikosti izvoda na diskont holdinga</i>	<i>16</i>
4 ČETRTI PREVZEMNI VAL - DEZINVESTIRANJE	19
4.1 Kaj se je zgodilo, da so podjetja prodajala, kar so prej kupila?	19
5 PONAZORITEV STANJA V SLOVENIJI IN PREDSTAVITEV DVEH SLOVENSКИH HOLDINŠKIH DRUŽB	22
5.1 Podjetje Istrabenz, holdinška družba, d.d.	22
5.1.1 Kratka zgodovina podjetja	22
5.1.2 Poslovanje skupine Istrabenz	22
5.1.2.1 <i>Skupina Istrabenz danes</i>	<i>22</i>
5.1.2.2 <i>Poslovanje holdinške družbe Istrabenz d.d.</i>	<i>24</i>
5.1.2.3 <i>Analiza doseganja strateških ciljev</i>	<i>26</i>
5.1.3 Gibanje cene delnice	27
5.1.4 Obvladovanje družbe in zapiranje lastništva	28
5.1.4.1 <i>Maksima Holding d.d.</i>	<i>28</i>
5.1.4.2 <i>Pivovarna Laško d.d.</i>	<i>30</i>
5.1.4.3 <i>Država</i>	<i>31</i>
5.2 Skupina Pivovarna Laško	33
5.2.1 Predstavitev skupine in podjetja	33
5.2.1.1 <i>Poslovanje Skupine Pivovarna Laško</i>	<i>35</i>
5.2.1.2 <i>Kazalniki poslovanja za Skupino Pivovarna Laško</i>	<i>35</i>
5.2.2 Gibanje cene delnice	35
5.2.3 Obvladovanje družbe in zapiranje lastništva	36
5.2.3.1 <i>Prevzem Časopisne družbe Delo</i>	<i>38</i>
6 SKLEP.....	40
LITERATURA	43
VIRI.....	46

KAZALO TABEL IN SLIK

Kazalo slik

Slika 1: Različni načini razpršitve poslovanja podjetij	7
Slika 2: Struktura prihodkov iz poslovanja v letu 2005 po divizijah Skupine Istrabenz	23
Slika 3: Struktura sredstev holdinške družbe Istrabenz d.d.	25
Slika 4: Dividenda na delnico (v SIT)	27
Slika 5: Primerjava gibanja SBI 20 in ITBG od 3. 1. 2000 do 9. 3. 2007	27
Slika 6: Primerjava gibanja SBI 20 in PILR v obdobju od 2. 1. 2000 do 9. 3. 2007	35
Slika 7: Obvladovanje lastništva Časopisne družbe Delo	38

Kazalo tabel

Tabela 1: Porazdelitev sredstev v prevzemih velikih proizvodnih in surovinskih podjetij na podlagi FTC prevzemne klasifikacije (v odstotkih)	3
Tabela 2: Porazdelitev sredstev prevzetih proizvodnih podjetij med leti 1950 in 1977 (v odstotkih)	3
Tabela 3: Število opazovanj podjetij v posameznih segmentih	15
Tabela 4: Korelacija med presežno vrednostjo in nekaterimi spremenljivkami	18
Tabela 5: Rast prihodkov iz poslovanja po divizijah Skupine Istrabenz	23
Tabela 6: Promet na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev	28
Tabela 7: Prodaja Skupine Pivovarna Laško ter načrt za leto 2006	33
Tabela 8: Tržni delež obeh slovenskih pivovarn (v %)	34
Tabela 9: Ekstrapolacija devetmesečnih rezultatov prodaje na celo leto, razdeljena po proizvodu	34
Tabela 10: Lastniška struktura Pivovarne Laško na 31. 12. 2005 in 19. 1. 2007	36

UVOD

Slovenija je še zelo mlada država. Njene izkušnje in izkušnje slovenskih podjetij s kapitalizmom so zaradi dejstva, da je bila pred osamosvojitvijo del večje državne tvorbe s povsem drugačnim družbenim redom, relativno omejene. Slovenska podjetja niso bila udeležena v nobenem od prevzemnih valov, ki so se dogajali v svetu, in nihče se še ni resneje ukvarjal s proučevanjem vrednotenja slovenskih holdingov.

Povsem drugače je s proučevanjem holdingov v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA). Tema, ki je tudi jedro diplomskega dela, je ena najbolj proučevanih in analiziranih vprašanj sodobnih financ v razvitejših državah sveta. Od tretjega prevzemnega vala, ki se je dogajal v šestdesetih letih dvajsetega stoletja in ki je vodil v nastanek holdingov, so finančni analitiki in profesorji uglednih univerz proučevali vzgibe, logiko in smiselnost združevanj podjetij z različnih poslovnih področij. Poskušali so najti način, kako ugotoviti, ali je za lastnike podjetja tako početje koristno ali škodljivo.

Kot že nekajkrat v zgodovini ekonomske teorije so bile ugotovitve proučevalcev holdingov med seboj povsem nasprotne. Dokler so analitiki uporabljali opisne dejavnike, se je bilo težko odločiti, katera stran ima prav. Tehnico na stran analitikov, ki so trdili, da je širjenje podjetij na nova poslovna področja za lastnike škodljivo, torej, da holdingi izkazujejo diskont glede na primerljiva podjetja, sta prevesila avtorja Berger in Ofek. V članku v ugledni reviji z naslovom »*Diversification's effect on firm value*« iz leta 1995 sta ugotovila, da holdingi v povprečju izkazujejo diskont v višini 13 do 15 odstotkov.

Namen diplomskega dela je kronološko povzeti teorijo proučevanja vrednotenja holdingov. Podrobneje je predstavljeno delo Bergerja in Ofeka ter še nekaj drugih zanimivih in za ekonomsko teorijo pomembnih prispevkov. Cilj diplomskega dela je prenesti del ugotovitev tujih avtorjev na slovenske razmere in pripomoči k prihodnjemu bolj kritičnemu in z analitičnimi orodji podprtemu proučevanju domačih razmer.

V točki 5 diplomskega dela sem predstavil dva slovenska holdinga, ki v celoti ustrezata podjetjem iz proučevanj tujih avtorjev. Specifičnost slovenskega trga kapitala in neprimerljivost podatkov poslovanja zaradi uvedbe novih računovodskih standardov sta precejšnji oviri pri ugotavljanju diskonta holdingov. Večji poudarek pri proučevanju družb Istrabenz in Pivovarna Laško sem dal dogodkom glede lastništva družb, s katerim sem pojasnil sprejemljivost koncepta holdingov za lastnike.

1 PREVZEMNI VALOVI

Združevanje in prevzemanje podjetij je proces, katerega poznamo že dlje in je prisoten po celem svetu. Znano dejstvo je, da se prevzemi dogajajo v tako imenovanih prevzemnih valovih. Avtorji se strinjajo, da se trenutno dogaja peti prevzemni val (Kleinert, Henning, 2002). Vsak val ima

svoje lastnosti in svoje cilje. V nadaljevanju bodo predstavljene značilnosti posameznih prevzemnih valov in katere teorije oz. razmere so vzpodbudile posamezne združevalne aktivnosti. Poudarek je predvsem na tretjem valu, ki pomeni nastanek holdingov, in tudi na četrtem valu, ki predstavlja nasprotje predhodnemu valu.

1.1 Prvi prevzemni val med leti 1897 in 1904

Prvi prevzemni val je odseval stanje ekonomije zaradi industrijske revolucije in proizvodnje s pomočjo ekonomij obsega. S prevzemi so nastali veliki industrijski obrati (Kleinert, Henning, 2002). Prišlo je do horizontalnih prevzemov v jeklarski in naftni industriji, telekomunikacijah in v osnovnih proizvodnih industrijah (Weston, Weaver, 2001). V tem obdobju je v ZDA nastal sistem železnic, ki je omogočil nastanek enotnega trga. V Evropi v tem času prihaja prav tako do procesa združevanja in povezovanja. Stigler (1950) ta val imenuje val prevzemov za nastanek monopola.

1.2 Drugi prevzemni val med leti 1920 in 1929

Zaradi vladnega omejevanja vodoravnih (horizontalnih) prevzemov so se podjetja združevala navpično (vertikalno), obenem pa so nastajali tudi holdingi (Kleinert, Henning, 2002). V tem času je prišlo do razvoja radia, ki je omogočal hkratno oglaševanje v več zveznih državah. Kot sredstvo za distribucijo proizvodov se je uveljavil avtomobil. Navpične povezave so podjetjem omogočale učinkovitejši nadzor nad prodajnimi kanali (Weston, Weaver, 2001). Stigler (1950) ta val poimenuje val prevzemov za oligopol.¹

1.3 Tretji prevzemni val med v šestdesetih letih dvajsetega stoletja

Tretji prevzemni val je pomenil nastanek holdingov. Prevzemi so se zgodili kot odgovor na zmanjšane državne izdatke za obrambo. Zanimivo je, da je v kar polovici novo nastalih podjetij del podjetja posloval tudi na področju letalstva ali na področju obdelave oz. pridobivanja naravnih virov. Pomembna ideja, ki je bila temelj teh združevanj, je bila, da obstaja menedžer, ki obvlada vse poslovne aktivnosti podjetja in je sposoben voditi večje sisteme. Ta ideja, in teorija o staranju prebivalstva, ki je silila proizvajalce hrane na druga poslovna področja, sta povzročili spremembe. Podjetja so se začela širiti na poslovna področja, ki z njihovo osnovno dejavnostjo niso imele prav velike veze (Weston, Weaver, 2001). Rumelt (1974) navaja, da je število podjetij v le eni panogi v indeksu *Fortune 500*² padlo z 22,8 % v letu 1959 na 14,8 % v letu 1969.

Razlogi za prevzemni val v 60. letih so bili naslednji: podjetja so ustvarjala velike denarne tokove, hkrati pa niso želela izplačevati dividend. Pogoji za izdajanje dodatnega kapitala so bili ugodni, kar je pomenilo, da imajo podjetja kar naenkrat veliko prostega denarnega toka. V ozadju prevzemov je bila logika, da je izplačilo dividend nesmiselno, saj se podjetja niso želela nagrajevati lastnikov. Prevzemi drugih podjetij so po mnenju takratne strokovne javnosti predstavljali idealno možnost za ohranjanje vrednosti podjetja. Razlog za širitev podjetij na nova poslovna področja je bila stroga proti-monopolna zakonodaja, ki je podjetjem preprečevala prevzemanje podjetij iz iste panoge. Hkrati je trg nagrajeval prevzeme podjetij iz drugih panog z

¹ Oligopol je tržna struktura, ko je določen trg ali industrija obvladovana s strani nekaj prodajalcev. Več o oligopolu v Prašnikar (1999).

² Indeks Fortune 500 je indeks, ki vključuje največja ameriška podjetja po bruto prihodkih.

zviševanjem vrednosti podjetja, kaznoval pa prevzeme, ki so potekali znotraj panoge. Podjetja so bila prisiljena v širitev na nova poslovna področja tudi zato, ker jim osnovna dejavnost ni več rasla po zelenih stopnjah. Trg je z zviševanjem cene delnice nagrajeval tudi prevzemnike, katerih tarče so bila hitro rastoča podjetja.

O tem, ali je v šestdesetih letih sploh šlo za nastajanje holdingov, sta leta 1987 Ravenscraft in Scherer napisala zanimiv prispevek. O dejanskem združevanju podjetij v holdinge v šestdesetih letih dvajsetega stoletja govorijo podatki, pridobljeni na podlagi vlog posameznih podjetij v Zvezni trgovinski organizaciji v ZDA.³ Rezultate prikazuje tabela 1.

Tabela 1: Porazdelitev sredstev v prevzemih velikih proizvodnih in surovinskih podjetij na podlagi FTC prevzemne klasifikacije (v odstotkih)

Tip združitve	1948-1953	1956-1963	1963-1972	1973-1977
Vodoravna	35,80	19,20	12,40	15,10
Navpična	12,80	22,20	7,80	5,80
Holdinška	50,40	58,60	79,80	79,10
• proizvodna širitev	44,80	36,00	39,30	24,20
• širitev na nova poslovna področja	2,40	6,70	7,30	5,70
• ostalo	3,20	15,90	33,20	49,20
Skupaj	100,00	100,00	100,00	100,00

Vir: Ravenscraft, Scherer, 1987, str. 23.

Vodoravna združitev pomeni, da podjetji, ki se združujeta, proizvajata enega ali več enakih oz. podobnih proizvodov na istem geografskem trgu. Pojem navpična združitev uporabljamo, ko se združita dve podjetji, ki sta prej imeli poslovni odnos v obliki kupec – prodajalec. Proizvodna širitev pomeni, da se združujeta podjetji, ki sta si podobni v proizvodnji in/ali distribuciji, nista pa neposredna konkurenta.⁴ Do širitve na nova poslovna področja pride, ko se združita podjetji, ki proizvajata iste proizvode na različnih trgih. Pod ostalo avtorja razvrstita vse združitve podjetij, ki ne proizvajajo med seboj primerljivih proizvodov.

Za primerjavo s predhodnimi podatki avtorja napravita tudi svojo razporeditev glede na to, ali sredstva prevzetega podjetja ostanejo v lasti prevzemnika. Raziskava analizira stanje do leta 1977, rezultati pa so prikazani v tabeli 2.

Tabela 2: Porazdelitev sredstev prevzetih proizvodnih podjetij med leti 1950 in 1977 (v odstotkih)

Tip združitve	1950-1955	1956-1963	1964-1972	1973-1977	1950-1977
Vodoravna	70,10	49,10	38,20	39,40	41,40
Navpična	12,30	15,80	9,00	11,60	10,90
Podobno področje	19,10	26,90	23,70	26,50	24,80
Čista holdinška	5,30	18,40	36,20	32,40	31,30
Celotna sredstva (v mrd \$)	2,56	11,05	39,19	20,54	71,33

Vir: Ravenscraft, Scherer, 1987, str. 24.

³ U.S. Federal Trade Commission (v nadaljevanju FTC).

⁴ Primer proizvodne širitve je združevanje podjetja, ki prodaja kruh, in podjetja, ki proizvaja slane prigrizke.

Avtorja tokrat nekoliko drugače definirata posamezna združevanja. V kategorijo vodoravna združitev se uvrsti posamezna aktivnost, ko ima prevzemnik vsaj 5 let izkušenj na področju, na katerega se širi. Za uvrstitev v kategorijo navpična združitev mora prevzeto podjetje v obdobju najmanj petih letih od prevzemnika za vsaj pet odstotkov prodaje od prevzemnika prodati oz. kupiti določeno blago. Za združitev na podobno področje avtorja definirata širitev na področje, kjer ima prevzemnik vsaj petletne izkušnje na podobnem segmentu trga, a hkrati ne gre za vertikalno ali horizontalno širitev. Čiste holdinške združitve pa so vse ostale, ki ne zadostijo zgoraj navedenim kriterijem.

Trendi združitve v drugi tabeli so podobni trendom na podlagi podatkov FTC. Na podlagi podatkov FTC se je pomembnost navpičnih in vodoravnih združitve zmanjšala, na drugi strani pa je iz podatkov mogoče opaziti povečane holdinške prevzemne aktivnosti; a vendar je v drugi tabeli moč opaziti nekoliko več vodoravnih in nekaj manj holdinških združitve. Razlog za to izhaja tudi iz širše opredelitve vodoravnih združitve v drugem primeru. Drugi razlog za odstopanje pripisujeta izbiri vzorca, saj pri proučevanju na podlagi FTC pridejo v poštev le velike združitve, pri proučevanju združitve s pomočjo avtorjev pa vse vrste združitve. Prav tako sta avtorja svoj vzorec pripravila v letu 1977, ko je bil precejšen del predhodnih holdinških združitve že prodan in je postalo moderno osredotočanje na osnovno dejavnost.

Rezultati širitve dejavnosti v poznih šestdesetih letih so mnoge razočarali. Ravenscraft in Scherer (1987) dokumentirata, da širjenju dejavnosti podjetij ne sledi tudi izboljšana dobičkonosnost. Porter (1987) ugotovi, da je kar petdeset odstotkom širitev na nova poslovna področja kasneje sledila dezinvesticija. Matsusaka (1993) ugotovi, da so delničarji podjetja, ki je prevzemalo drugo podjetje, s prevzemom pridobili, kar nakazuje na to, da širitev področij poslovanja ni bila motivirana le s strani managementa, temveč tudi s strani lastnikov podjetja. Trg je po tej isti raziskavi nagrajeval prevzeme, ki so ohranili vodstvo prevzetega podjetja, saj so delničarji nagrajevali izkoriščanje sinergij med vodstvom obeh podjetij.

1.4 Četrty prevzemni val med leti 1984 in 1988

Prevzemna aktivnost četrtega prevzemnega vala je bila v Evropi močnejša kot v ZDA. Glavni razlog za to so bile priprave evropskih podjetij na uveljavitev enotnega evropskega trga. Zaradi finančnih inovacij v smeri uporabe finančnih instrumentov z večjim tveganjem se je verjetnost, da bo podjetje, ki ne posluje v skladu s pričakovanji, prevzeto, nekajkrat povečala (Weston, Weaver, 2001). Prevzemi v 80. letih so pomenili ogromno povečanje velikosti prevzemov. Za razliko od predhodnega vala so bili ti prevzemi v veliki večini sovražni, glavno sredstvo prevzema pa je bil denar in nič več delnice. V modo so prišli t.i. *bustup* prevzemi, ko je prevzemnik del sredstev prevzetega podjetja prodal drugemu podjetju, kar je na nek način pomenilo vrnitev k specializaciji (Shleifer, Vishny, 1991). Bhagat et al. (1990) so pokazali, da je kar sedemdeset odstotkov prevzetih sredstev pri sovražnih prevzemih končalo v rokah podjetij v isti dejavnosti. V tistem času je v ZDA na prevzeme znotraj iste panoge pozitivno delovala tudi prevzemna zakonodaja, ki je bila sprejeta v času predsednika Reagana, ki je odpravila predhodno prepoved prevzemov znotraj iste panoge.

V reviji *Mergers and Acquisitions* so že v letu 1968 del revije namenili kolumni o prodaji delov podjetja, ki so bila predhodno prevzeta. Zanimivo je njihovo razmišljanje, da bo veliko podjetij ugotovilo, da je lažje prodati nedobičkonosen del podjetja, kot pa ga spremeniti. Problematika dezinvesticij in prodaja posameznih, prej prevzetih podjetij, je obravnavana v četrtem poglavju.

1.5 Peti prevzemni val z začetkom v sredini 90-ih let dvajsetega stoletja, ki traja še danes
Tudi magnituda petega prevzemnega vala je močnejša v Evropi. Peti prevzemni val lahko moderno opišemo z besedami deregulacija in globalizacija. Globalizacija pomeni širjenje poslovanja na globalne trge, čemur sledi tudi velikost podjetij, deregulacija pa odpre predhodne državne monopole za mednarodne konkurente, kar pomeni povečano čezmejno prevzemno aktivnost. Najbolj aktivne industrije so tiste, ki so globalno zelo pomembne (farmacija in avtomobilska industrija), in tiste, kjer je spremenjena zakonodaja pomenila največjo spremembo v stopnji konkurence (telekomunikacije in infrastruktura). Pomemben dejavnik deregulacije oz. umika države iz gospodarstva je tudi padec »železne zaves«, torej padec komunističnih režimov in uvajanje tržnih ekonomij v državah t.i. vzhodnega bloka.

V nadaljevanju diplomskega dela so predstavljena posamezna raziskovalna dela, ki se osredotočajo na nastanek holdingov, njihovo vrednotenje in iskanje razlogov za ugotovljene rezultate.

2 HOLDINGI IN NJIHOVE POJAVNE OBLIKE

Holdinge (*ang. conglomerates*) slovar finančnih in poslovnih terminov (De Paula Lico, b.l.) definira kot velika podjetja, ki poslujejo v najmanj dveh različnih dejavnostih.

Problem te enostavne definicije se nahaja v podrobnostih. Vsi se zavedamo, da na primer slaščičarstvo in proizvodnja kemičnih čistil nista isti dejavnosti. Problem nastane pri ugotavljanju, ali je na primer izdelava tehtnic za laboratorije ista dejavnost kot izdelava tehtnic za tehtanje tovornjakov.

Delitev na posamezne dejavnosti torej ni povsem arbitrarna, zato so se razvile klasifikacije dejavnosti, ki razvrščanje močno olajšajo. V ZDA je v uporabi klasifikacija NAICS⁵, ki je nadomestil klasifikacijo SIC⁶; v Veliki Britaniji je v uporabi UK SIC92⁷; v Sloveniji pa Standardna klasifikacija dejavnosti iz leta 2002. Večina analiz, ki so proučevale problem vrednotenja holdingov, je nastalo pred letom 1997 in je torej uporabljena še klasifikacija SIC.

Maug (2001) holding definira kot povezavo med seboj neodvisnih poslovnih aktivnosti, ki se kot celota nahajajo v nekem podjetju in imajo centralno vodstvo in nadzor.

⁵ North American Industry Classification System – severnoameriški sistem klasifikacije dejavnosti.

⁶ Standard Industrial Classification.

⁷ UK Standard Industrial Classification of Economic Activities.

Avtorji holdinge sicer različno definirajo, a vsem navedenim v diplomskem delu je skupno to, da uporabljajo klasifikacijo SIC. Razlike v definiciji izhajajo iz tega, kako podrobno avtorji definirajo termin različna dejavnost. Strukturo SIC lahko enostavno razložimo takole: vsaka dejavnost ima svojo začetno številko. Nadalje je posamezna poddejavnost definirana s številko na drugem mestu. Še bolj natančno definiran segment panoge ima določeno številko na tretjem mestu. Tako naprej si sledijo številke in vsaka nadaljnja podrobneje definira segment poslovanja podjetja.

Berger in Ofek (1995) v analizi predpostavljata, da je dovolj, če ima podjetje različno drugo številko pri definiciji dejavnosti. Campa in Hernando (2004) sledita omenjenima avtorjema pri definiciji, Burch, Nanda in Narayanan (2001) pa za razliko od predhodnih avtorjev razširijo svoj vzorec holdingov na tri številke.

Vprašanje o velikosti podjetja, ki je ena od determinant holdinga, je prepuščena posameznemu preučevalcu. Berger in Ofek (1995) za mejo vzameta letno prodajo nad 20 mio \$. Kot odločitveni faktor lahko vzamemo tudi tržno kapitalizacijo, velikost sredstev ali število zaposlenih. Vzorec lahko tudi prilagodimo razmeram, saj na primer prenos omejitev, ki so jih uporabili avtorji za proučevanje ameriških holdingov, ne bi zdržal v Sloveniji, kjer je absolutna velikost podjetij povsem neprimerljiva z ameriškimi.

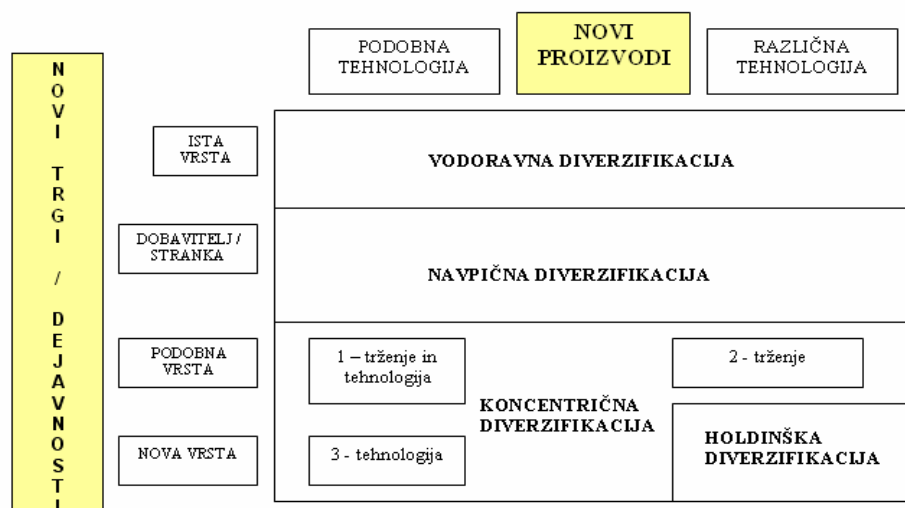
Zakon o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD-1) definira holding v 562. členu kot družbo, ki ima v lasti večino deležev pravno samostojne družbe in opravlja predvsem dejavnost ustanavljanja, financiranja in upravljanja teh družb. Holding je družba z večinskim deležem. Ta definicija le delno ustreza holdingom, ki so obravnavani v diplomskem delu. Bližje angleškemu pojmu *conglomerate* je izraz koncern iz 530. člena ZGD-1, ki družbo definira bolj v smislu vodenja in skupnega poslovanja, in ne le kot organizacijsko obliko, kot izhaja iz 562. člena. ZGD-1 v 530. členu koncern definira kot eno obvladujočo družbo in eno ali več odvisnih družb, povezanih pod enotnim vodstvom, kar ZGD-1 poimenuje kot dejanski koncern.⁸

Zaradi jasnosti bo v diplomskem delu uporabljan le izraz holding, s katerim bo poimenovana velika družba, ki posluje v vsaj dveh različnih dejavnostih in organizacijsko ustreza definiciji koncerna iz 562. člena ZGD-1. Izraz holding v tem diplomskem delu zajema družbe, ki poleg osnovne dejavnosti, za katero ni nujno, da je dejavnost holdingov, preko obvladujoče družbe ali odvisnih družb opravljajo še kakšno dejavnost, ki po eni od v svetu uveljavljenih klasifikacij dejavnosti ni enaka osnovni dejavnosti.

Utemeljitelj strateškega managementa Igor Ansoff (1965) je napravil matriko, v kateri pokaže različne načine razpršitve poslovanja podjetij.

⁸ ZGD-1 med drugim loči tudi med pogodbenim koncernom in koncernom na podlagi enakopravnosti.

Slika 1: Različni načini razpršitve poslovanja podjetij



Vir: Ansoff, 1965, str. 37.

Iz matrike je jasno, da gre pri razpršitvi holdingov (*conglomerate diversification*) za širjenje poslovanja podjetij na povsem nove trge/dejavnosti s povsem novo in drugačno tehnologijo.

V nadaljevanju diplome sledi pregled razlogov oz. motivov za združevanje podjetij v holdinge.

2.1 Razlogi za združevanje podjetij v holdinge

Pri proučevanju razlogov za združevanje podjetij v holdinge se je najprej potrebno vprašati, kdaj delničarji z razpršitvijo pridobijo. Coase (1937, str. 395) na to odgovori: velikost podjetja mora biti taka, da so stroški organizacije dodatne transakcije znotraj podjetja enaki stroškom prenosa iste transakcije preko menjave na odprtem trgu ali stroškom organizacije v drugem podjetju.

Avtorji podajajo različne razloge za združevanje podjetij v holdinge. Združimo jih lahko v nekaj teorij:

1. Billett in Mauer (2003) ter Williamson (1975) najdejo razlog za širitev dejavnosti v nastanku in prednosti notranjih (internih) trgov kapitala. Billett in Mauer (2003) v svojem članku trdita, da sta glavna dejavnika za nastanek presežne vrednosti holdinga naložbene priložnosti in zunanje omejitve pri financiranju. Williamson (1975) trdi, da je vodja holdinga bolje usposobljen za oceno relativne donosnosti investicijskih projektov, kot so to zmožni napraviti udeleženci na trgu. Hubbard in Palia (1998) sta dokazala, da so med prevzemnim valom v 60. letih investitorji cenili prednosti notranjih trgov kapitala. Nastanek notranjih trgov kapitala uporabijo kot pozitivni dejavnik oblikovanja holdingov v svojem modelu tudi Burch, Nanda in Narayanan (2001).⁹ Trdijo, da širitev poslovanja na nova poslovna področja koristi podjetju, saj z nastankom notranjega trga kapitala

⁹ Omenjeni avtorji v svojem delu kljub pozitivnemu pogledu na nastanek holdingov ne trdijo, da so holdingi vrednoteni s premijo, temveč z diskontom, kar je po njihovem posledica organizacijske strukture podjetij, ki se združujejo v holdinge.

- pridobi možnost razporediti naložbena sredstva brez dodatnih stroškov na dve nekorelirani panogi.
2. Skupina avtorjev, v katero uvrščamo dela Boltona in Scharfsteina (1990) ter Montgomeryja (1994), za motiv nastankov holdingov vzame znižanje stroškov v primeru finančno zahtevnejših obdobj, izgradnjo rezervnega vira sredstev (ang. *deep pocket, long purse*), s katerim se lahko holdingi bolj fleksibilno odzovejo na težave konkurentov, ki so omejeni pri pridobivanju denarnih sredstev. Holdingi lahko konkurentom s svojim delovanjem zmanjšajo denarni tok ter jih tako izrinejo s trga.
 3. Naslednja skupina avtorjev motiv za nastanek holdingov najde v moralnem hazardu.¹⁰ Jensen (1986) ter Schleifer in Vishny (1989) so našli razloge v prostem denarnem toku, ki sili managerje k dodatnim investicijam, ki morda niso najprimernejše. Do teh pride zaradi želje menedžerjev, da v podjetju ohranijo nespremenjeno pozicijo ali jo celo okrepijo.
 4. Amihud in Baruch (1981) pri razlogih za združevanje podjetij v holdinge navajata managementovo nenaklonjenost tveganju. Pomemben vidik njunega modela je, da je glavna lastnost managementa nenaklonjenost k izgubi službe, poslovnega ugleda ipd. Management zato teži k rasti podjetja, katerega vodi. Avtorja govorita tudi o gradnji imperijev na račun delničarjev, v delu pa uporabljata tudi pojem zmanjševanje tveganja človeškega kapitala.

Kot je videti iz naštetih pogledov na ustanavljanje holdingov, je v središču koncept agentskih stroškov, saj lahko zadnje dva pogleda združimo v enostavno razmišljanje o odnosu med vodstvom podjetja in njegovimi lastniki.

Jensen in Meckling (1976) agentski odnos definirata kot pogodbo, s katero principal pooblasti agenta, da namesto njega opravlja določene storitve; to pomeni tudi prenos posameznih pooblastil na agenta. V primeru, da sta obe strani maksimalno racionalni, lahko sklepamo, da agent ne bo vedno deloval po principalovih željah. V primeru nastanka holdingov je videti, da menedžment (agent) povečuje velikost podjetja, četudi za lastnike to ni smiselno. Več o tem je zapisano na podlagi empiričnih dognanj, ki trdijo, da se agentski stroški odražajo v obliki sprejemanja projektov z negativno sedanjo vrednostjo.

Maug (2001) trdi, da je prednost holdingov glede na ostala podjetja v notranjem trgu. Ne govori le o notranjem trgu kapitala, temveč tudi o notranjem trgu blaga in delovne sile. Trdi, da je uspešnost holdinga v prvi vrsti odvisna od uspešnosti učinkovite organizacije teh notranjih trgov med hčerinskimi družbami. Naprej trdi, da konkurenčni boj ne poteka na trgu proizvodov, temveč da morajo holdingi v boju z zunanjimi (eksternimi) trgi poiskati svoje temeljne primerljive prednosti¹¹ (ang. *core competencies*).

¹⁰ Moralni hazard je definiran kot tveganje, da bo obstoj neke pogodbe spremenil obnašanje ene od strank v pogodbi, ponavadi negativno.

¹¹ Pojem sta leta 1990 utemeljila Hamel in Prahalad (1990) in pomeni področje specializirane dejavnosti, ki je nastal z združitvijo tehnologije in delovne aktivnosti.

Zanimivo mnenje o razlogih za ustanavljanje holdingov poda Žugelj (2003), ki holdinge najprej opredeli z besedami:

»Holdinge se v teoriji označuje kot tipično obliko monopolov. Ekonomsko bistvo holdingov je v tem, da je eno podjetje s svojim kapitalom udeleženo pri osnovnem kapitalu druge družbe, ta zopet v tretjem podjetju in tako naprej do te mere, da je omogočen vpliv na poslovanje vseh odvisnih družb.¹² Ta struktura povezave omogoča, da je razmeroma skromen kapital nosilec razvejane zgradbe mnogih drugih družb z velikanskim skupnim kapitalom.«

Pravi tudi, da je večinskemu delničarju v nosilni vrhni družbi omogočeno obvladovanje velikanskega premoženja podrejenih družb (družb hčera, družb vnukinj itd.). V nadaljevanju prispevka mag. Žugelj doda, da je glavni razlog za ustanovitev holdinga v upravljanju drugih, pravno samostojnih družb na osnovi lastniške udeležbe.

3 PREDNOSTI IN SLABOSTI HOLDINGOV

Vrednotenje holdingov je od 60. let dalje vznemirjalo raziskovalce po celem svetu. Nastalo je veliko število analiz, ki so proučevale, ali holdingi izkazujejo diskont ali premijo glede na primerljiva podjetja. V grobem lahko proučevanja razdelimo na tista, ki pozitivno gledajo na širitev dejavnosti, in na tista, ki pri vrednotenju holdingov ugotovijo, da le-ti izkazujejo diskont. V nadaljevanju bo predstavljenih nekaj analiz avtorjev, ki so pri vrednotenju holdingov prišli do ugotovitve, da holdingi izkazujejo premijo.

3.1 Premija pri vrednotenju holdinga

Skupku mnenj, ki pri vrednotenju holdingov ocenjujejo premijo, je lastno, da gre v večini primerov za starejša gledanja na združevanje podjetij v holdinge, ki so nastajali predvsem v času tretjega prevzemnega vala in so ponujali teoretsko podlago za ta val.

Eno prvih del na tem področju je napisal McGee (1974), ki vidi razlog v izkazovanju premije holdingov v dejstvu, da lažje dosegajo ekonomije obsega zaradi učinkovitejšega delovanja. Lewellen (1971) prednost holdingov pred podjetji, ki so prisotna le v eni panogi, vidi v lažjem zadolževanju in uporabi davčnih ščitov.¹³ Novejša analiza, ki ima osnovo v starejših delih, je npr. delo Steina (1997), ki verjame, da diverzifikacija ustvari notranji trg kapitala, le-ta pa izboljša učinkovitost investiranja. Pravi, da ima vodstvo holdinga zaradi podrobnega poznavanja podjetja za razliko od bank možnost izbrati projekte, ki bodo uspešni. Hkrati ima holding zaradi svoje velikosti prednost pred ostalimi podjetji, saj lažje prebrodi omejitve pri zadolževanju. Trdi, da projekti znotraj podjetja tekmujejo za omejena sredstva podjetja na podlagi neto sedanje vrednosti posameznih projektov.

Tudi Berger in Ofek (1995), ki sta s svojo analizo postavila temelj in merilo vsem proučevanjem vrednotenja holdingov, v svojem delu trdita, da imajo diverzificirana podjetja posamezne prednosti glede na podjetja, ki poslujejo le v eni panogi. Te prednosti so večja operativna učinkovitost, manjša verjetnost, da se ne realizira projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostjo,

¹² Primer: Istrabenz preko podjetja Droga Kolinske obvladuje srbski podjetji Grand Prom in Soko Štark.

¹³ Do davčnega ščita pride pri zadolževanju podjetja, saj plačane obresti znižujejo davčno obveznost.

večja razpoložljiva sredstva v obliki zadolžitve, nižji davki ipd. Avtorja postavita hipotezo, da potencialna prednost holdingov izhaja iz združevanja delov podjetja z nepopolno koreliranimi tokovi prihodkov. Ta efekt zavarovanja pomeni, da imajo holdingi večjo možnost zadolževanja kot posamezna podjetja (Lewellen, 1971). Večja možnost zadolževanja pomeni povečanje davčnih ščitov. Iz tega lahko oblikujemo sklep, da imajo holdingi večji vzvod in nižje davčne obveznosti. Majd in Myers (1986) ugotavljata, da imajo podjetja v eni sami panogi pomanjkljivost, ker imajo davčno obveznost, ko ustvarjajo dobiček, nimajo pa davčne terjatve do države, ko poslujejo z izgubo. Ta pomanjkljivost je delno odpravljena zaradi ameriškega davčnega sistema (ang. *carryback* in *carryforward*). Berger in Ofek ocenita, da so davčni prihranki zaradi možnosti pobotanja delov podjetja z dobički z deli podjetja, ki poslujejo z izgubo le v višini 0,1 % prodaje, kar je znatno manj od izgube vrednosti zaradi diverzifikacije.

Večje število avtorjev je v svojih proučevanjih prišlo do spoznanja, da so holdingi vrednoteni z diskontom glede na primerljiva podjetja.

3.2 Diskont pri vrednotenju holdinga

Po začetnem navdušenju nad holdingi je v 80. letih prišlo do prvih resnejših analiz, kaj so podjetja dejansko ustvarila s prevzemi v 60. letih. Copeland in Weston (1983) v 60. in 70. letih ugotovita, da delnice holdingov po donosih prekašajo gibanje enote premoženja vzajemnih skladov. Ravenscraft in Scherer (1987) trdita ravno nasprotno. Rezultati delnic holdingov postanejo znatno slabši, če vključimo še 70. leta. Trdita, da širjenju dejavnosti podjetij ne sledi tudi izboljšana dobičkonosnost. Porter (1987) ugotovi, da je kar petdeset odstotkom širitev na nova poslovna področja kasneje sledila dezinvesticija.

Pri proučevanju diskonta holdingov avtorji izbirajo med dvema modeloma na podlagi angleško imenovane *chop shop metode*¹⁴ – uporabijo lahko *Tobinov q* in računajo presežno vrednost.

3.2.1 Uporaba Tobinovega q pri računanju diskonta holdinga

Tobinov q lahko definiramo kot razmerje med sedanjo vrednostjo prihodnjih denarnih tokov in stroški nadomestitve opredmetenih sredstev, ali drugače:

$$q = \text{celotna tržna vrednost podjetja} / \text{celotna vrednost sredstev}. \quad (1)$$

Nizek *q* (od 0 do 1) nam pove, da je strošek nadomestitve sredstev podjetja višji od vrednosti delnic, kar nakazuje, da je delnica podcenjena. V primeru, ko je *q* višji od 1, to pomeni, da je ceneje nadomestiti sredstva podjetja, kot pa kupiti delnice podjetja. Delnica je torej precenjena.

Metodo sta uporabila Lang in Stulz (1994) in pokazala, da sta *Tobinov q* in širitev poslovanja na nova poslovna področja negativno povezana v 80. letih 20. stoletja, torej da s širitvijo podjetja na nova področja delnica podjetja postaja čedalje bolj podcenjena. Ta negativen odnos velja pri različnih merilih razpršitve in pri različnih determinantah *q*. Poleg tega imajo razpršena podjetja nižji *q* kot primerljivi portfeli samostojnih podjetij. Podjetja, ki razpršijo svojo dejavnost, poslujejo slabše od primerljivih podjetij, a obstaja le šibek dokaz, da imajo nižji *q* od povprečne

¹⁴ Chop shop metodo sta prva uporabila Lebaron in Speidell (1987).

vrednosti za posamezno industrijo. Avtorja v svojem proučevanju ne najdeta dokazov, da širitev na nova poslovna področja podjetjem zagotavlja pomembna neopredmetena sredstva.

Uporaba Tobinovega q je koristna, ker za primerjavo z ostalimi podjetji ni potrebno podatkov prilagajati tveganju. Za razliko od primerjav uspešnosti (ang. *performance comparissons*) je ta metoda boljša, saj razbitje podjetja na posamezne dele takoj pokaže oceno uspešnosti širitve na nova poslovna področja, če sklepamo, da je q posameznega dela podjetja dober približek povprečju q -jev v isti panogi. S proučevanjem odnosa med q -jem in stopnjo razpršenosti prideta do podatkov o učinkovitosti razpršenih podjetij, četudi ta podjetja niso povečala stopnje razpršitve. Kljub tem prednostim metode Berger in Ofek za slabost modela štejeta dejstvo, da čeprav je metoda Tobinovega q precej uporabljana, pa je zahtevna do te mere, da potrebuje ocene o amortizaciji in inflaciji za oceno vrednosti nadomestitve podjetja. Hkrati študije ne prilagajajo q -ja posameznim dejavnostim, čeprav vrednost kazalca za posamezne dejavnosti precej variira.

Kljub vsem pomanjkljivostim metode sta Lang in Stulz (1994) primerjala q holdingov in q posameznih podjetij v 70. in 80. letih ter spoznala, da trgi kapitala vrednotijo posamezna podjetja bolje od holdingov. V delu tudi analizirata, ali so za nižji q holdingov krive industrije, v katere so se razširili holdingi in jim morebiti ponujajo manj priložnosti za rast. To preverita tako, da sestavita portfelj podjetij iz različnih panog, ki ustreza dejavnostim, v katerih je prisoten holding. Ugotovita, da *učinek dejavnosti*, kot imenujeta ta pojav, zniža magnitudo diskonta holdingov. Kljub tej ugotovitvi in popravljenemu vzorcu rezultati kažejo, da obstaja diskont v vseh proučevanih obdobjih. Premoženje delničarjev bi se torej lahko v povprečju povečalo, če bi holding »razstavili« na tak način, da bi vsak del holdinga imel vrednost q -ja, ki je enak povprečnemu q -ju specializiranih podjetij iz posamezne panoge.

Ker z učinkom industrije ne moreta v celoti pojasniti diskonta, raziskujeta naprej. Kljub temu da dokazi kažejo na diskont, lahko z zanesljivostjo govorita o diskontu zaradi razpršitve le, če je povprečni diskont posameznih delov podjetja enak povprečnemu diskontu teh istih segmentov za posamezna podjetja. Ker pa q posameznih podjetij ni direktno merljiv, je možno, da diskont izhaja iz dejstva, da imajo deli holdinga sistematično nižji q glede na podjetja, ki poslujejo le v eni panogi. Možno je, da se podjetja odločajo za širjenje na nova poslovna področja zaradi slabega poslovanja, iščejo nove priložnosti za rast. Odkrijeta, da bolj razpršena podjetja poslujejo slabše od podjetij, ki poslujejo le v svoji dejavnosti. To potrjuje tezo, da podjetja, ki poslujejo slabše, težijo k širitvi poslovanja na nova področja. Hkrati pa obstaja le šibek dokaz, da imajo razpršena podjetja nižji q od podjetij v isti panogi, ki niso diverzificirana, kar nakazuje na to, da podjetja, ki so diverzificirana, ne poslujejo slabše od panoge.

Delo avtorja zaključita s trditvijo, da širitev poslovanja na nova poslovna področja ni prava pot k boljšemu poslovanju. Vprašanje, ki se jima zastavlja, je, do katere mere razpršenost vpliva na poslovanje. Menita, da podjetja ne postajajo manj uspešna zaradi širjenja na nova področja, temveč da zaradi slabše dejanske uspešnosti iščejo nova področja rasti.

Podobno so ugotovili tudi Graham, Lemmon in Wolf (2002), ki trdijo, da se v holdinge združujejo podjetja, ki so po lastnostih podobna holdingom, iz česar izhaja, da so že kot podjetja v določeni panogi podcenjena in da je v tem moč videti razlog za diskont.

3.2.2 Uporaba metode za izračun presežne vrednosti pri računanju diskonta

Z metodo računamo presežno vrednost podjetja s seštevanjem pripisanih vrednosti, do katerih pridemo s pomočjo večkratnikov. V večini primerov avtorji za izračun presežne vrednosti vzamejo večkratnik prodaje.

Pri uporabi metode presežne vrednosti pri računanju diskonta holdinga sta največji pečat pustila avtorja Berger in Ofek. V svojem članku »*Diversification's effect on firm value*« iz leta 1995 sta ocenila učinek širitve poslovanja na nova poslovna področja na vrednost podjetja s seštevkom pripisanih vrednosti za posamezna poslovna področja. Ugotovila sta, da pri primerjavi pripisanih vrednosti z dejansko vrednostjo podjetja v obdobju med 1986 in 1991 rezultati pokažejo od 13 do 15 odstotno povprečno izgubo vrednosti zaradi širitve poslovanja na nova poslovna področja. Razlog za izgubo vrednosti sta avtorja pripisala prevelikemu investiranju (ang: *overinvestment*) ter navzkrižnim subvencijam (ang: *cross-subsidization*). Ta izguba se malenkostno zmanjša zaradi davčnih prednosti širitve na nova poslovna področja. Berger in Ofek seveda nista niti prva niti edina, ki sta z uporabo metode »*chop – shop*« prišla do rezultata, da pri širitvi poslovanja podjetij na nova poslovna področja pride do diskonta vrednosti podjetja.

Teorije, ki utemeljujejo razloge za diskont holdingov, lahko razdelimo na dve struji:

1. teorije, ki trdijo, da do diskonta prihaja zaradi nepopolnosti pri vodenju podjetij (agentski stroški, neučinkovitost in nesposobnost managementa in podobno) in
2. teorije, ki trdijo, da do diskonta prihaja zaradi nepopolnosti na finančnih trgih (nepravilno vrednotenje delov podjetja).

Med prve teorije lahko uvrstimo dela Kaplana, Mitchella in Wrucka (1997) ter Ravenscrafta in Schererja (1987), ki trdijo, da je potrebno glavni razlog za diskont holdingov iskati v dejstvu, da se podjetja širijo na več različnih poslovnih področij, katera je težko razumeti in obvladati. Rajan, Servaes in Zingales (2000) so ugotovili, da je tok sredstev od uspešnejših delov podjetja k manj uspešnim večji v podjetjih, kjer so razlike med investicijskimi priložnostmi večje. Trdijo, da na ta način vodstvo holdinga kupuje pripravljenost za sodelovanje med posameznimi deli podjetja. Združitve omogočajo projektom, katerih donosnost je slabša od pričakovanj, da v okolju holdinga ohranijo financiranje tudi v finančno manj prijaznih razmerah, ko bi ti projekti ostali brez financiranja in tako zamrli.

Rajan, Servaes in Zingales (2000) ustvarijo model, v katerem so prikazane motnje, ki nastanejo zaradi notranjih bojev za moč. Do teh motenj pride predvsem zaradi prerazporeditve sredstev med različnimi oddelki v holdingu. Prenos sredstev, ki se odraža v izgubi vrednosti podjetja, poteka od učinkovitejših delov podjetja k manj učinkovitim.

Podobno teorijo razdelata tudi Maksimovic in Phillips (2002), ki ta pojav poimenujeta *korporativni socializem* – na notranjem trgu kapitala podjetje deluje na način prerazporeditve denarnega toka novim investicijam namesto vračila delničarjem oz. upnikom v obliki dividend oz. plačil obresti. Razvijeta neoklasični model maksimiranja dobička, v katerem so determinante modela naslednje:

1. optimalna velikost podjetja;
2. stopnja rasti podjetja v različnih dejavnostih; in
3. razlike v značilnostih industrij, ki se odražajo v produktivnosti podjetja.

Pri tem proučevanju v modelu ne upoštevata tržnih nepravilnosti. Model poskuša predvideti, na kakšen način bo holding prenašal sredstva med deli podjetja in kako se bo odziv holdinga na industrijske šoke razlikoval od odziva podjetij, ki poslujejo samo v eni panogi. Ugotovita, da so rast in investicije holdingov ter podjetij v eni panogi odvisne od temeljnih značilnosti industrije in produktivnosti posamezne panoge. Večina holdingov izkazuje rast v posameznih delih podjetja, ki je skladna z optimalnim obnašanjem družb.

Z uporabo modela prideta do ocen, kako mora holding razporejati sredstva po posameznih delih podjetja, da ne prihaja do agentskih stroškov. Ugotovita, kako je rast podjetja odvisna od produktivnosti posameznih delov podjetja in od povpraševanja po proizvodih teh delov podjetja.

Prišla sta do ugotovitev, ki so predstavljene spodaj.

1. Holdingi so manj produktivni kot enako velika podjetja, ki poslujejo le v eni panogi. Do istega zaključka pridejo Berger in Ofek (1995) ter Lang in Stulz (1994).
2. Poslovni obrati v večjih poslovnih področjih holdinga so bolj produktivni kot tisti v manjših divizijah. Ugotovita tudi, da je produktivnost poslovnih obratov v velikih delih holdinga, ki posluje na več različnih poslovnih področjih, boljša od produktivnosti obratov v podjetju, ki je prisotno na manj različnih poslovnih področjih.
3. Preverita tudi rast in investicije holdingov glede na panoge, v katerih so prisotni. Holdingi rastejo hitreje od primerljivih podjetij, ko se v panogi z večjo produktivnostjo poveča povpraševanje, in ko se povpraševanje po proizvodih ostalih segmentov holdinga zmanjša.

Tudi Scharfstein (1998) (prav tako kot Maksimovic in Phillips (2002)) za razporeditev (alokacijo) sredstev od zmagovalcev k poražencem uporablja pojem korporativni socializem. Trdi namreč, da deli podjetja, ki imajo velik investicijski potencial, investirajo manj, kot to delajo primerljiva podjetja. Na drugi strani pa deli podjetja, ki imajo majhen investicijski potencial, investirajo več, kot je to primerno glede na primerljiva podjetja. Pri tej domnevi so ga potrdili tudi Lamont (1997) in Rajan, Servaes ter Zingales (2000). Jensen (1986) meni, da holdingi investirajo več sredstev v projekte z negativnim denarnim tokom kot posamezna podjetja.

V pregledu empiričnih dognanj je bila v dosedanjem delu diplomskega dela pozornost usmerjena na predstavitev teorij, ki trdijo, da holdingi usmerjajo tok kapitala znotraj podjetja od bolj

učinkovitih k manj učinkovitim delom podjetja (neučinkovita razporeditev kapitala). V nadaljevanju sledi predstavitev modela, ki sta ga leta 1995 napravila Berger in Ofek in ki še danes ostaja eden najbolj uporabljanih modelov pri proučevanju diskonta holdingov.

3.2.2.1 Berger in Ofek (1995) – Učinek razpršitve dejavnost in vrednost podjetja

Avtorja v svojem delu ocenita učinek razpršitve dejavnosti na vrednost podjetja s pripisom delnih vrednosti za posamezna poslovna področja. Ugotovita, da znaša diskont od 13 do 15 %, ki pa je za podjetja, ki poslujejo v različnih, a med seboj podobnih dejavnostih, nižji.

Avtorja enega od razlogov za diskont holdingov vidita v prevelikem investiranju (ang. *overinvestment*) v delih podjetja z omejenimi možnostmi investiranja. Možnost investiranja je izražena kot Tobinov q (glej Lang in Stulz (1994)). Drugi razlog za diskont najdeta v navzkrižnih subvencijah, o katerih so pisali tudi Rajan, Servaes, Zingales (2000), Maksimovic in Phillips (2002) ter drugi.

Berger in Ofek (1995) ocenita, da znašajo davčni prihranki zaradi možnosti pobotanja delov podjetja z dobički z deli podjetja, ki poslujejo z izgubo, le 0,1 % prodaje, kar je znatno manj od izgube vrednosti zaradi širitve dejavnosti na nova poslovna področja. O tem, kakšen je vpliv širitve poslovanja na nova poslovna področja, piše Rumelt (1974), ki trdi, da širjenje poslovanja na podobno poslovno področje vpliva na vrednost podjetja bolj pozitivno kot širjenje na povsem novo poslovno področje. Argumentira, da do tega pride zaradi uporabe virov in znanja podjetja na podobnih trgih. Nayyar (1993) pa trdi, da do učinka ugleda in ekonomij različnih proizvodov (ang. *economies of scope*) pride le pri širitvi na podobno poslovno področje.

3.2.2.1.1 Vzorec podjetij

Berger in Ofek (1995) iz CIS (*Compustat Industry Segment*¹⁵) vzameta podatke o neto prodaji, EBIT¹⁶, amortizaciji¹⁷, kapitalskih izdatkih¹⁸, sredstvih in številu poslovnih področij za 6500 podjetij. Iz vzorca izločita podjetja, katerih prodaja je manjša od 20 mio \$. Izločita tudi finančna podjetja, saj ta podjetja niso primerljiva z ostalimi podjetji (nimajo podatkov za EBIT). Podjetja v vzorcu obvezno potrebujejo tudi podatke o celotnih sredstvih (tržna vrednost kapitala plus knjižna vrednost dolga). Avtorja prav tako zahtevata, da vsota prodaje po posameznih delih podjetja ne odstopa od celotne prodaje za več kot 1 odstotek. Vzorec 3.659 podjetij s 16.181 opazovanji je predstavljen v tabeli 3.

¹⁵ Compustat je baza podatkov o podjetjih, katere ponudnik je družba Standard and Poor's, in je eden od glavnih virov podatkov o poslovanju podjetij.

¹⁶ Kratica EBIT predstavlja *earnings before interests and taxes*. Pomeni operativni dobiček, torej operativni prihodki, minus proizvodjalni stroški prodanih proizvodov, minus splošni stroški prodaje in administracije.

¹⁷ Avtorja sta uporabila angleški izraz *depreciation*, ki predvsem v ZDA pomeni amortizacijo opredmetenih osnovnih sredstev, angleški izraz *amortization*, pa predstavlja amortizacijo neopredmetenih osnovnih sredstev. V Sloveniji ne ločimo med obema izrazoma in uporabljamo le termin amortizacija.

¹⁸ Mogoče odtoki pri naložbenju, v tujini se uporablja izraz *Capex (capital expenditure)*

Tabela 3: Število opazovanj podjetij v posameznih segmentih

Število segmentov	Število opazovanj
En segment	10.948
Dva segmenta	2.473
Trije segmenti	1.557
Štirje segmenti	752
Pet ali več segmentov	451
Skupaj	16.181

Vir: Berger, Ofek, 1995, str. 5.

Avtorja zaradi nesimetričnosti (ang. *skewness*) gledata mediano posameznih spremenljivk in ne povprečij le-teh. Mediana segmentov holdingov je tri. Holdingi imajo kapitalske izdatke približno trikrat večje kot posamezna podjetja. Koeficient vzvoda je za 2,9 % višji kot koeficient vzvoda podjetij z le enim segmentom. Velikost segmentov znotraj holdinga je nekoliko manjša od velikosti segmentov posameznih podjetij, kar gre pripisati dejstvu nepopolne alokacije sredstev znotraj holdinga. V prilogi 1 je tabela, kjer so podrobneje predstavljene značilnosti segmentov.

Pripisano vrednost posameznega segmenta dobimo tako, da mediano kazalca celotnega kapitala na enega od treh računovodskih podatkov (sredstva, prodaja ali dobiček) za posamezna podjetja iz iste industrije množimo z dejanskimi vrednostmi za enega od treh računovodskih podatkov za podjetje, katerega pripisano vrednost iščemo.

$$I(V) = \sum_{i=1}^n AI_i * (Ind_i(V / AI)_{mf}), \quad (2)$$

$$EXVAL = \ln(V / I(V)), \quad (3)$$

kjer so:

$I(V)$ = pripisana vrednost vsote delov podjetja, poslujočega v le enem poslovnem področju,

AI_i = vrednost računovodskega mnogokratnika (prodaja, sredstva, EBIT), za segment i , ki se uporablja pri vrednotenju z mnogokratniki,

$Ind_i(V / AI)_{mf}$ = mnogokratnik celotnega kapitala, deljen z računovodsko enoto (prodaja, sredstva, EBIT), za mediano podjetja, poslujočega na le enem poslovnem področju, v industriji i ,
 $EXVAL$ = presežna vrednost podjetja,

V = celotni kapital podjetja (tržna vrednost kapitala plus knjižna vrednost dolga),

n = skupno število poslovnih področij v podjetju iz področja i .

Berger in Ofek (1995) v skladu s svojim načinom proučevanja diskonta trdita, da je npr. študija diskonta s pomočjo dogodkov precej nezanesljiva, saj se ob objavi prevzema v spremembo cene delnice katalizira tudi precej drugih dejavnikov. Na podlagi takšne študije je Matsusaka (1993) prišel do zanimive ugotovitve. Ugotovil je, da so v prevzemnem valu v 60. letih v ZDA delničarji podjetja, ki je prevzemalo drugo podjetje, z objavo prevzema pridobili na vrednosti svojih lastniških deležev, kar napeljuje razmišljanje v smeri, da prevzemi niso bili motivirani s

strani managementa, temveč s strani delničarjev. Trg je nagradil podjetja, ki so po prevzemu ohranila vodstvo prevzetega podjetja, iz česar lahko zaključimo, da je trg pri prevzemih podpiral podjetja, ki so s prevzemom želela ustaviti sinergije z vodstvom prevzetega podjetja.

Naravni logaritmi dejanske na pripisano vrednost za posamezna podjetja kot tudi za holdinge dajejo statistično značilne rezultate pri vseh treh uporabljenih mnogokratnikih (sredstva, prodaja in EBIT). Holdingi so vrednoteni z diskontom glede na vsoto posameznih delov podjetja. Ta diskont se giblje od 12,7 % pri mnogokratniku sredstev do 15,2 % pri mnogokratniku EBIT. Če upoštevamo še 30 odstotni povprečni vzvod holdingov, pridemo do diskonta med 18,1 in 21,7 %. Avtorja preizkusita tudi hipotezo, da število različnih segmentov negativno vpliva na vrednotenje holdingov. Rezultati testiranja hipotezo potrjujejo.

Nadalje preverita izgubo vrednosti glede na različna poslovna področja znotraj podjetja (ali gre za širitev na novo področje ali za širitev na področje, ki je podobno osnovni dejavnosti). Različno področje je definirano kot dejavnost, ki se pri drugi številki SIC razlikuje od osnovne dejavnosti. Rezultat je skladen z rezultatom pri hipotezi o številu različnih segmentov in nakazuje, da holdingi vedno bolj izgubljajo na vrednosti, na čim več področjih poslujejo.

Berger in Ofek (1995) analizirata, ali imajo posamezni segmenti podjetja nižjo operativno donosnost kot posamezni deli podjetja. Za merilo uporabita operativno maržo¹⁹ in ROA²⁰. Iz vzorca izključita holdinge, katerih dejavnost je znotraj dveh števil po SIC. Ugotovita, da so posamezni deli holdingov precej manj donosni kot posamezna podjetja. Če primerjata podjetja, ki sta jih izključila iz vzorca zaradi enakih dveh SIC števil, so rezultati podobni kot pri primerjavi holdingov, le da je magnituda nižje donosnosti precej manjša, saj znaša le okoli 60 odstotkov prej izračunane.

V nadaljevanju diplomskega dela je predstavljena analiza avtorjev Mansi in Reeb (2002), ki prav tako proučujeta diskont holdingov. Njuno delo je zanimivo predvsem zaradi tega, ker na diskont holdingov gledata iz povsem drugega zornega kota. Pri svojem proučevanju se avtorja vprašata, kakšno vlogo ima vzvod podjetja za vrednost premoženja posojilodajalca in posojilojemalca.

3.2.2.2 *Mansi in Reeb (2002) – vpliv velikosti vzvoda²¹ na diskont holdinga*

Avtorja trdita, da širitev na nova poslovna področja zmanjšuje vrednost premoženja delničarjev, hkrati pa povečuje vrednost premoženja posojilodajalca, do katerega pride zaradi znižanega tveganja. Podoben argument kot avtorja postavita tudi Amihud in Lev (1981), ki pa razlog za diskont holdingov najdeta v zmanjšanju tveganja človeškega kapitala

V delu najprej preverita učinek širitve poslovanja na nova poslovna področja na presežno vrednost s pomočjo Berger in Ofek modela. Pri tem uporabljata vrednost podjetja (ang.

¹⁹ Operativno maržo izračunamo kot razmerje štirih zaporednih četrtnih operativnih dobičkov in štirih zaporednih četrtnih prihodkov od prodaje.

²⁰ ROA (Ang. *Return On Assets*) – dobičkonosnost sredstev. Izračunamo ga kot razmerje med vsoto štirih zaporednih četrtnih čistih dobičkov in povprečno vrednostjo sredstev za proučevano obdobje.

²¹ Vzvod podjetja je definiran kot razmerje med dolgoročnim dolgom in celotnim sredstvi.

enterprise value), v nadaljevanju dela EV. Potrebno je ločiti pojma »*enterprise value*« in »*firm value*« (v nadaljevanju FV). V slovenščino bi oba pojma prevedli kot vrednost podjetja. Angleški izraz »*firm value*« je definiran širše kot »*enterprise value*«. Schwetzler in Reimund (2003) »*enterprise value*« definirata kot tržno vrednost kapitala plus neto dolg, kar je precej podobno Bergerjevi in Ofekovi (1995) definiciji »*firm value*«, ki se glasi seštevek tržne vrednosti kapitala in knjižne vrednosti dolga. A vendar Schwetzler in Reimund (2003) pravita, da je »*firm value*« (seštevek operativnih sredstev, denarja in vrednostnih papirjev) enaka seštevku *enterprise value* in denarnega popačenja (ang. *cash distortion*).

Spodaj sta navedena splošna razloga za uporabo EV kot pokazatelja učinka razpršitve dejavnosti.

1. V okolju učinkovitih trgov kapitala²² ni moč pričakovati, da bo management realiziral presežno vrednost s kupovanjem/prodajanjem tveganih ali netveganih vrednostnih papirjev. Iz tega izhaja, da bi morala biti presežna vrednost denarja in vrednostnih papirjev pri holdingu ali pri posameznemu podjetju enaka nič. V tem okolju le operativna sredstva ustvarjajo presežno vrednost.
2. Na ravni podjetja, ki posluje le v eni panogi, lahko da mnogokratnik prodaje (FV deljena s prodajo podjetja) napačen signal zaradi različnih denarnih pozicij (npr. dokapitalizacija in investicija sredstev, pridobljenih z izdajo novih delnic, poveča mnogokratnik prodaje).

Avtorja uporabljata presežno vrednost na podlagi Berger Ofek modela kot merilo presežne vrednosti delničarjev, saj izhaja iz knjižne vrednosti dolga. Na podlagi opazovanj v obdobju med leti 1988 in 1999 na vzorcu 18.898 podjetij sta prišla do ugotovitve, da je diskont holdingov največji v podjetjih z nadpovprečno zadolženostjo.

Avtorja vzameta tržne vrednosti dolga in kapitala in pri tem ugotovita, da knjižna vrednost dolga ustvarja večjo napako navzdol (ang. *downward bias*) glede na tržno vrednosti dolga pri vrednotenju holdingov kot pa pri vrednotenju podjetij, ki poslujejo le v eni panogi. Pravita, da ima razpršitev dejavnosti nevtralen učinek na FV, če gledamo skupni učinek na vrednost premoženja delničarjev in posojilodajalcev. Amihud in Lev (1981) postavita trditev, da je širjenje poslovnih področij povezano z nižjim tveganjem, do katerega prihaja zaradi nepopolno koreliranih donosov več poslovnih področij. Znižanje tveganja podjetja pomeni nižjo premijo stečaja in torej povečanje vrednosti upnika. Delničarji podjetja imajo nakupno opcijo na vrednost podjetja v primeru, ko je vrednost sredstev večja od vrednosti dolga. Zmanjševanje tveganja podjetja zmanjšuje vrednost nakupne opcije in povečuje (zmanjšuje) upnikovo (delničarjevo) vrednost.

Vprašanje, ki sledi tem ugotovitvam, je, ali je količina dolga v holdingu dejavnik v razlagi diskonta. Na podlagi na trgu dostopnih in zgodovinskih podatkov s pomočjo Black Scholes modela²³ avtorja prideta do ugotovitve, da ima povprečno razpršeno podjetje diskont v višini 12

²² Hipoteza učinkovitih trgov kapitala pravi, da cena vrednostnih papirjev v vsakem trenutku odraža vse razpoložljive relevantne informacije.

²³ Model za vrednotenje evropskih tipov opcij, razvit leta 1973 s strani avtorjev Fischer Black in Myron Scholes, za kar sta leta 1997 tudi prejela Nobelovo nagrado za ekonomijo.

%, ob povečevanju zadolženosti pa se ta diskont poveča. Kalkulacije pokažejo, da razpršena podjetja z nižjo zadolžitvijo ob dodatni širitvi področij poslovanja izgubijo manj na vrednosti kot bolj zadolžena podjetja, saj je njihova opcija bolj v denarju (ang. *at the money*).

Osnovno vprašanje pri proučevanju širitve poslovanja na nova področja je, ali le-ta zmanjšuje delničarjevo premoženje oz. ali je seštevek vrednosti posameznih entitet večji od vrednosti holdinga. Ker pa je širitev poslovanja povezana z nižjim poslovnim tveganjem, to pomeni, da le-ta znižuje vrednost delničarjev in povečuje posojilodajalčevo vrednost, pri čemer je delničarjeva izguba vrednosti funkcija vzvoda podjetja.

Avtorja merita presežno vrednost tako kot Berger in Ofek, to je kot naravni logaritem ulomka dejanske vrednosti (vsota kapitala in knjižne vrednosti dolga) s pripisano vrednostjo (vsota pripisanih vrednosti posameznih delov podjetja). Pripisana vrednost posameznega segmenta je zmnožek prodaje tega segmenta z mediano razmerja tržne vrednosti podjetja na prodajo primerljivih podjetij te industrije (*market to sales ratio - MSR*²⁴). Na podlagi opazovanj prideta do rezultata, da znaša diskont okoli 83 % vrednosti, ki sta jo ugotovila Berger in Ofek.²⁵ Avtorja sta v analizi naredila korak naprej in pogledala kakšen je vzvod podjetij. Holdingi imajo za približno 4,3 odstotne točke višji vzvod kot podjetja, ki poslujejo v le enem poslovnem področju, kar nakazuje, da je odločitev o širitvi dejavnosti povezana z zadolženostjo podjetja.

Tabela 4: Korelacija med presežno vrednostjo in nekaterimi spremenljivkami

Korelacija	Število segmentov	Velikost	Prihodek	Investicije	Vzvod
Presežna vrednost	-0,059	-0,047	0,028	0,067	-0,257

Vir: Mansi, Reeb, 2002, str. 20.

V tabeli 4 lahko vidimo negativno korelacijo med presežno vrednostjo podjetja in številom segmentov, velikostjo podjetja in vzvodom.

Predhodna literatura dokazuje, da imajo razpršena podjetja diskont glede na vsoto pripisanih vrednosti posameznih delov podjetja. Kljub vsemu teoretični argumenti govorijo o tem, da ima širitev poslovanja na nova poslovna področja tako pozitiven kot tudi negativen učinek na vrednost premoženja delničarjev. Empirične raziskave govorijo v prid tezi, da podjetja izgubljajo na vrednosti z nadaljnjo širitvijo. Avtorja pogledata razloge za to izgubo vrednosti in trdita, da do izgube vrednosti premoženja delničarjev pride zaradi znižanja tveganja. Na delničarjev vložek v podjetju lahko gledamo kot na nakupno opcijo na vrednost podjetja, kadar je vrednost sredstev večja od vrednosti dolga. Zato sta avtorja v raziskavi preverila, ali je izguba vrednosti delničarjev funkcija vzvoda podjetja in ali uporaba knjižne vrednosti dolga zniža presežno vrednost razpršenih podjetij ter ali ima širitev poslovanja na nova poslovna področja vpliv na celotno presežno vrednost podjetja.

²⁴ MSR izračunamo kot: (tržna vrednost kapitala + knjižna vrednost dolga) / celotna prodaja.

²⁵ Že prej omenjenih 13 – 15 %

Ugotovila sta, da so izgube delničarjev povezane z vzvodom podjetja. Vsa podjetja ne izkazujejo diskonta zaradi razpršitve in da je znižanje presežne vrednosti zaradi uporabe knjižne vrednosti dolga povezano s širitvijo poslovanja. Ugotovila sta, da je odnos med razpršitvijo in presežno vrednostjo podjetja statistično značilno različen od nič, torej da do izgube delničarjev zaradi razpršitve pride zaradi znižanja tveganja.

V dosedanjem delu diplomskega dela so bili prikazani rezultati združevanja podjetij v holdinge, ki so se zgodili v tretjem prevzemnem valu. V nadaljevanju diplomskega dela bo podrobneje opisano dogajanje četrtega prevzemnega vala, ki je logično nadaljevanje holdinških združitvev in je skladno z ugotovitvami analiz, ki so pri vrednotenju holdingov ugotovile diskont.

4 ČETRTE PREVZEMNI VAL - DEZINVESTIRANJE

Kaplan in Weisbach (1990) sta proučevala vzorec 271 prevzemov med leti 1971 in 1982. Rezultati proučevanja so pokazali, da je bilo kar 44 % prevzetih podjetij prodanih drugim podjetjem, odcepljeno (ang: *spin off*) ali pa likvidirano.

Daley, Mehrotra in Sivakumar (1997) so proučevali rezultate delovanja 212 odcepitev med leti 1975 in 1991. Pred omenjenimi raziskovalci so študije ugotovile, da je delnica materinskega podjetja ob objavi odprodaje dela podjetja običajno zrasla. To pomeni, da so tržni udeleženci odprodajo pojmovali kot pozitiven dejavnik pri prihodnji donosnosti materinskega podjetja. Ti avtorji so odkrili, da do pozitivnega efekta pri objavi odprodaje dela podjetja pride le, če podjetje odprodaja del podjetja, ki posluje v segmentu, ki je različen od osnovne dejavnosti matere. Trg nagradi osredotočanje na osnovno dejavnost in ne nagradi dezinvesticij le zaradi dejstva, ker so se zgodile. V nadaljevanju so avtorji odkrili, da je bil optimizem trga pri objavi smiseln le pri odprodaji dela podjetja, ki ne posluje v istem segmentu kot materinsko podjetje, saj se je le v tem primeru izboljšalo poslovanje holdinga.

4.1 Kaj se je zgodilo, da so podjetja prodajala, kar so prej kupila?

Ravenscraft in Scherer (1987) sta opravila množico intervjujev z odgovornimi iz podjetij, ki so zajemali vzorec 15 podjetij na podlagi objav v reviji *Mergers and Acquisitions*. V vzorec so bila zajeta povsem različna podjetja, ki pa so imela skupno točko: v letih med 1977 in 1983 so odcepila del svojega podjetja. Z intervjuji sta avtorja želela priti do mnenj vodilnih o razlogih, ki so podjetja najprej vodila v širjenje poslovanja, kasneje pa v odprodajo predhodno pridobljenega dela podjetja.

V točki 3. 1 so predstavljena mnenja različnih avtorjev, ki so opravičevali združevanje podjetij v holdinge. Dejanski podatki na podlagi vzorca avtorjev govorijo o tem, da je bilo v vseh, razen v dveh primerih, združevanje podjetij zaželeno tako s strani prevzemnika kot tudi s strani prevzetega podjetja. Prevladujoče mnenje je bilo, da vodstvo ciljnega podjetja ni opravilo svojih nalog – to je maksimiranja dobička, in da bo novo vodstvo s prestrukturiranjem operacij izboljšalo poslovanje. V šestih primerih je prevzemnik zamenjal predsednika uprave, ostalo vodstvo pa do ugotovitve novih potreb pustil na položajih. V vseh ostalih primerih združevanj je

prevzemnik v tedanjem vodstvu tarče videl zadosten intelektualni potencial in ni ukrepal z zamenjavo vodstva.

V primeru prevzema podjetja Harley Davidson Motor Co. je prevzemnik, podjetje AMF, igral vlogo »belega viteza« (ang. *white knight*).²⁶ Podjetje AMF po prevzemu podjetja ni zamenjalo vodstva, temveč je pustilo člane družine Davidson na vodilnih položajih, podjetju pa je le omogočilo boljši dostop do kapitala za boj z japonsko konkurenco.

V devetih primerih je bilo vodstvo prevzetega podjetja tisto, ki je dalo pobudo za združitev. Razloge lahko strnemo v tri skupine: želja lastnikov razpršiti svoje premoženje in ga napraviti bolj likvidnega, potreba po dodatnih sredstvih in dostop do financ holdinškega podjetja ter nenazadnje problemi z nasledstvom vodilnega kadra (zaradi starosti ali drugačnih ambicij). Prevzemniki so v vseh primerih na tarče gledali kot na naložbe z velikim potencialom in ne kot na podjetja v težavah.

Vprašanje, ki se po zapisanem zastavlja, je, kje se je zalomilo. Prevzeme ni vodil špekulativni interes, temveč je do združevanj prihajalo zaradi pričakovanj o nagradah za obe strani. Do dezinvesticij je prišlo zaradi neizpolnjenih pričakovanj o prihodnjih donosih. Razlog za neizpolnjena pričakovanja je lahko najti v nerealno zastavljenih pričakovanjih, do katerih je prišlo zaradi netočnega pregleda poslovanja tarče. Do nenatančnega pregleda lahko pride zaradi časovne stiske, pritiska konkurence ali pa zaradi napačne slike o podjetju, ki jo kaže tarča v želji, da čim več iztrži iz prodaje. Problemi pri skrbnem pregledu podjetja (ang. *due dilligence*) se še povečajo pri sovražnem prevzemu podjetja, saj vodstvo tarče ne želi sodelovati pri ocenjevanju notranje vrednosti podjetja. Za ugotavljanje prikritih problemov v poslovanju podjetja je potrebno poznavanje poslovanja tarče, kar pa prevzemnikom v več primerih manjka.²⁷ Mnogo prikritih problemov je skoraj nemogoče predvideti. Konec določenega cikla pri prodaji proizvoda ali pa nenadna rast cen surovin za proizvodnjo proizvoda, katerega prodaja raste po izjemnih stopnjah, sta že dva problema, ki jih niti najbolj skrben pregled podjetja ne more predvideti.

Naslednji dejavnik, ki vpliva na uspeh prevzema, je sodelovanje med vodstvom prevzetega podjetja in vodstvom prevzemnika. V primeru, da prevzemnik na čelo prevzetega podjetja nastavi nekoga iz svojega podjetja, lahko pride do poslabšanja delovnih odnosov in odhodov zaposlenih. Problem z novim vodstvom je, da v veliki večini primerov ni takoj sposobno obvladati zahtevnega novega področja in vseh podrobnosti vodstva novega podjetja.^{28 29}

²⁶ Tarča sovražnega prevzema s strani t.i. črnega viteza (ang. *black knight*) poišče vodstvu naklonjeno podjetje. To podjetje se vključi s ponudbo za prijateljski prevzem in je imenovano beli vitez.

²⁷ Primer nepoznavanja poslovanja tarče je prevzemanje podjetja ASR s strani podjetja Philip Morris. Philip Morris je predvideval, da je proizvodnja kvalitetnih britvic za podjetje iz te panoge samoumevna. Šele po prevzemu je Philip Morris videl, da je podjetje ASR povsem nepripravljeno na novo generacijo britvic.

²⁸ Drucker (1982) pravi, da se kar 75 odstotkov vodij v novem okolju ne izkaže predvsem zaradi poslovne kulture.

²⁹ Wrapp (1980) pravi, da so vodstva holdingov predvidevala, da bodo že vedela, ko bo kaj narobe v posameznem delu podjetja. Wrapp trdi, da temu ni bilo tako oz. da so težave opazili šele, ko je bil del podjetja že v velikih težavah. Vodstva holdingov so prav tako predvidevala, da je uspešen manager v enem podjetju lahko uspešen tudi v

Poudarek na kratkoročnih dobičkih in nerealno zastavljeni cilji operativnega denarnega toka s strani prevzemnika sta prav tako razloga, ki sta vplivala na uspešnost poslovanja tarče in uspeh celotnega holdinga. Pretirana obremenitev podjetja s takojšnjimi rezultati lahko omejuje podjetje do te mere, da vse svoje delovanje usmeri v zadostitev teh pogojev, kar na drugi strani pomeni nezadostne investicije, ki podjetju zagotavljajo dolgoročni obstoj. Prevzemniki pogosto napravijo tudi napako, da prevzeto podjetje smatrajo kot molzno kravo, kar na dolgi rok vodi tarčo v stečaj oz. v primeru teh podjetij, v odprodajo.³⁰ Kar nekaj holdingov se je ravnalo po načelu, da so sredstva zmanjševali molznim kravam, oddelkom, ki pa so hitreje rasli in so imeli večji potencial rasti, pa so jih povečevali. Problem, ki izhaja iz te na prvi pogled smiselne strategije je, da predvideva, da je status molzne krave eksogen in neodvisen od posameznih dogodkov. Status molzne krave lahko demoralizira zaposlene in iz molzne krave napravi pse.³¹

Odločitev o odprodaji dela podjetja so podjetja verjetno sprejela zaradi širših, korporativnih ciljev kot tudi zaradi kombinacije zgoraj naštetih problemov. Holdingi so naknadno ugotovili, da ne zmorejo vseh opravil opravljati dobro. Prednost podjetij je postala specializacija. V najslabšem primeru so holdingi iskali prednosti v dejavnostih, ki so zahtevale podobne vodstvene in trženjske sposobnosti. Holdingi so ugotovili, da je strošek vodenja majhnega dela podjetja večji od prihodkov, ki jih ta ustvarja, kar je skladno z mnenjem Coasa (1937) o optimalni velikosti organizacije.

Ugotovitve posameznih avtorjev se torej povsem razlikujejo. Do razlik prihaja zaradi različnih metod pri ocenjevanju ključnih značilnosti in pogledov avtorjev na posamezne podatke. Na podlagi primerjave strokovnih del ugotovimo, da v večji meri novejša dela pri vrednotenju holdingov ugotovijo diskont, starejša dela pa so bolj pozorna na domnevne mehke dejavnike, iz proučevanja katerih pridejo do zaključkov, da ima holdinška struktura določne prednosti glede na podjetja, ki poslujejo v le eni panogi.

V nadaljevanju diplomskega dela sta predstavljeni slovenski holdinški podjetji Istrabenz, holdinška družba, d.d. in Skupina Pivovarna Laško, d.d. Omenjeni podjetji namreč ustrezata tvorbam, ki so bile predstavljene v dosedanjem delu diplomskega dela.

V nadaljevanju je predstavljena struktura obeh podjetij in poslovanje posameznih divizij ter celotne družbe. Posebna pozornost velja nekaterim najbolj perečim problemom pri poslovanju. Smisel diplomskega dela ni odgovoriti na vprašanje, ali je bila prodaja naftnega dela družbe Istrabenz smotrna. Prav tako ni namen diplomskega dela poglobljati se v že končano, tako imenovano pivovarsko vojno. V diplomskem delu ni konkretnega vrednotenja družb, saj je zaradi spremembe računovodskih standardov težavna že sama primerjava med posameznimi poslovnimi leti. Prav tako je v okolju slovenskega poslovnega sveta težko najti zadostno število

drugem podjetju. Zato so premikala vodstvene kadre med deli podjetja kot figure na šahovski plošči, kar pa je vodilo v razpad sistema.

³⁰ Ravenscraft in Scherer (1987) probleme te vrste duhovito poimenujeta sprejemanje odločitev *penny wise, pound foolish*, torej pri drobižu preudarno, pri večjih vsotah pa nepremišljeno.

³¹ Terminologija iz portfeljske analize Boston Consulting Group.

podjetij za primerjavo in izračun presežne vrednosti, obenem pa, kot pravi član uprave družbe Istrabenz, Srečko Kenda, cene vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev ne odražajo dejanske vrednosti.

Interes za investiranje v vrednostne papirje družbe Istrabenz in Pivovarne Laško pada. Obravnavana tematika diplomskega dela nudi razloge za nezainteresiranost širše javnosti in investitorjev iz tujine za lastniške deleže v obeh slovenskih nefinančnih holdingih.

5 PONAŽORITEV STANJA V SLOVENIJI IN PREDSTAVITEV DVEH SLOVENSКИH HOLDINŠKIH DRUŽB

5.1 Podjetje Istrabenz, holdinška družba, d.d.

5.1.1 Kratka zgodovina podjetja

Podrobnejša predstavitev zgodovine podjetja Istrabenz in dogodki v zvezi z odprodajo deleža v skupinskem podjetju OMV Istrabenz so predstavljeni v prilogi 3.

Odločitev Istrabenza za prodajo omenjenega dela skupnega podjetja najbolje opiše izjava Bavčarja za Sobotno prilogo (Jenko, Šuligoj, 2004):

»To, da panoga ni prinašala zahtevanih donosov, ki se ustvarijo pri izrazito večjih obsegi poslovanja, je bil povod za naš strateški razmislek (o prodaji, op.p). Ta dejavnost z zahtevami po vertikalni integraciji zahteva investicijske vsote, ki presegajo naš domet. Ob lastniški strukturi z enakovrednima deležema obeh partnerjev, načelom soglasja pri upravljanju in ob upoštevanju razlik v položaju obeh partnerjev na trgu je odločitev razumljiva. Za lastnike Istrabenza, za podjetje je to bil optimalen izhod.«

Zadnji stavek izjave g. Bavčarja bo iztočnica za nadaljevanje diplomskega dela. Vprašanje, ki sledi iz dvoma, da je bila prodaja deleža v skupnem podjetju z OMV za lastnike smiselna, je, ali je bila širitev na nova poslovna področja upravičena. V delu ne bo primerjave morebitne uspešnosti Istrabenza pod hipotezo, da podjetje ne bi odprodalo deleža v skupnem podjetju in današnjim stanjem, temveč bo delo osredotočeno na smiselnost razpršitve poslovanja Istrabenza. Velik del analize družbe Istrabenz bo namenjen predstavitvi povezanih oseb v lastništvu Skupine in na različne motive, ki jih te osebe zasledujejo, saj, kot bo dokazano, je v tej zgodbi iskati odgovor na vprašanje, ali je koncept holdingov za lastnike še vedno zanimiv.

5.1.2 Poslovanje skupine Istrabenz

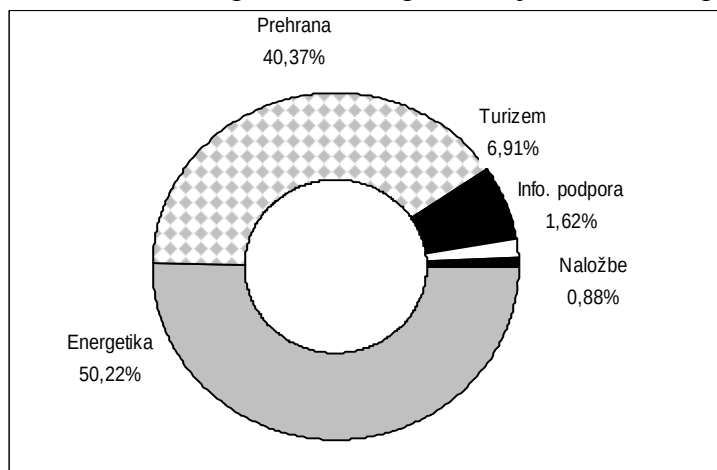
5.1.2.1 Skupina Istrabenz danes

Poslovanje Skupine Istrabenz je sestavljeno iz štirih strateških naložb in ene podporne dejavnosti. V prilogi 2 je shema organiziranosti Skupine Istrabenz, v kateri je moč videti organiziranost Skupine in obvladujoča podjetja. Opozarjam, da je to le presek organizacijske strukture podjetja na dan 31. 8. 2006, ki se dinamično razvija in ne predstavlja končne slike. Predsednik uprave Istrabenza, g. Bavčar, je v intervjuju za Sobotno prilogo (Cirman, 2006) dejal, da so v letu 2005 zgradili temelje in da je prihodnji razvoj Skupine Istrabenz razumeti bolj v smislu konsolidacije poslovanja in dokončevanja investicij. Bavčar pričakuje širitev podjetja

predvsem na način širitve na nove trge znotraj obstoječega poslovanja in ne toliko na nova področja poslovanja z novimi prevzemi.³²

Na sliki 2 je predstavljena struktura prihodkov iz poslovanja za posamezne divizije v letu 2005, s čemer si lahko ustvarimo prvo sliko o pomembnosti posameznih divizij za poslovanje Skupine Istrabenz.

Slika 2: Struktura prihodkov iz poslovanja v letu 2005 po divizijah Skupine Istrabenz



Vir: Letno poročilo 2005 Istrabenz, 2006, str. 59.

Sam graf nam o poslovanju podjetja ne pove prav veliko. Boljši vpogled v poslovanje Skupine dobimo s podatki o rasti prihodkov iz poslovanja. V tabeli 5 je predstavljena rast prodaje po divizijah. Podatki o prihodkih iz poslovanja so v SIT, saj je glavni namen tabele prikazati rast prihodkov.

Tabela 5: Rast prihodkov iz poslovanja po divizijah Skupine Istrabenz

	2004 (v 000 SIT)	2005 (v 000 SIT)	Indeks 05/04
Naložbe	1.008.502	1.247.176	123,67
Turizem	9.806.741	9.773.838	99,66
Energetika	37.331.177	71.099.787	190,46
Prehrana	/	57.112.149	/
Podporna dejavnost	2.390.178	2.297.701	96,13

Vir: Letno poročilo 2005 Istrabenz, 2006, str. 66 – 83.

V letnem poročilu Skupine Istrabenz za leto 2005 je moč prebrati, da se rast prihodkov in obsega sredstev³³ še ni odrazila v rasti poslovnega izida. Poslovanje je za načrti zaostajalo v diviziji

³² Načrti se lahko hitro spremenijo, saj tudi širitev na področje prehrane ni bila načrtovana v Strateškem poslovnem načrtu za leta 2003 do 2007. Tudi nakup lastniškega deleža v Poslovnem sistemu Mercator lahko v prihodnosti pomeni dodajanje nove strateške divizije – divizije trgovine, obenem pa ima podjetje v diviziji Turizem v lasti tudi družbo Grand Hotel Adriatic d.d., Opatija, katere ena od dejavnosti je tudi igralništvo. Investicijo podjetja v Banko Koper ni razumeti kot še eno od možnih novih poslovnih področij, saj ima Istrabenz to naložbo v bilanci knjiženo kot dolgoročno finančno naložbo, ki jo načrtuje enkrat v prihodnosti prodati obvladujočemu lastniku Banke Koper, to je italijanski banki SanPaolo IMI.

Prehrana in v diviziji Turizem, nad pričakovanji pa je bilo poslovanje divizije Energetika. Bavčar v Sobotni prilogi (Cirman, 2006) pravi, da kljub rasti prihodkov in denarnega toka niso zadovoljni z donosnostjo turizma.³⁴ Za turizem pravi, da brez stalnih investicij ni moč dvigniti vrednosti destinacij.

Poslovanje divizij je v celoti predstavljeno v prilogi 4. V nadaljevanju diplomskega dela je poudarek na doseganju strateških ciljev Skupine Istrabenz.

5.1.2.2 Poslovanje holdinške družbe Istrabenz d.d.

Uspešnost poslovanja holdinške družbe Istrabenz d.d. je mogoče oceniti le s pomočjo konsolidiranih računovodskih izkazov, saj je Istrabenz v letu 2005 spremenil standarde računovodenja v smer prilagajanja Mednarodnim standardom računovodskega poročanja (v nadaljevanju MSRP). Glavna razlika je, da se sedaj dobički pridruženih podjetij ne vključujejo več v izkaz poslovnega uspeha holdinške družbe, temveč se vključijo neposredno v bilance pod postavko posebnega prevrednotovalnega popravka kapitala.³⁵ Glavna dejavnost družbe je dejavnost holdingov, torej upravljanje z naložbami. Učinki iz poslovanja se pokažejo zaradi prejetih dividend in z doseženimi učinki prodaje finančnih naložb.

V letu 2005 je družba prodala nekatere ID-e (investicijske družbe) in delež v mobilnem operaterju Si.Mobil. V letu 2005 je holdinška družba ustvarila 469 milijonov tolarjev (nekaj manj kot 2 milijona €) poslovnih prihodkov, kar je 36 % nad pričakovanji in 46 % manj kot prejšnje leto. Prihodki so se v tolikšni meri zmanjšali glede na preteklo leto, ker je družba s holdinške družbe prenesla dejavnost prodaje premoga na družbo Istrabenz energetski sistemi. Finančni prihodki pa so bili 13 odstotkov nad pričakovanji in so znašali 4.605 milijonov SIT (približno 19,2 milijona €).³⁶ Med odhodki imajo finančni odhodki zopet večjo utež kot odhodki iz poslovanja. Finančni odhodki so znašali 3.189 milijonov SIT (cca. 13,3 mio €), odhodki iz poslovanja pa 1.816 milijonov SIT (7,6 mio €). Finančni odhodki so sestavljeni iz odhodkov za odpise finančnih naložb in pa odhodkov za obresti ter odhodkov iz drugih obveznosti. Odhodki za odpise finančnih naložb so se glede na preteklo leto nekoliko zmanjšali in so v letu 2005 znašali 1.303 milijonov SIT (5,4 mio €), finančni odhodki za obresti pa so se povečali za 30 %, in sicer na 1.886 milijonov SIT (7,6 mio €). Povečanje finančnih odhodkov za obresti za posojila je razumljivo, če pogledamo zadolženost podjetja. V bilanci stanja na dan 31. 12. 2005 znašajo dolgoročne finančne obveznosti 43.248 milijonov SIT (180 mio €),³⁷ kar je povečanje za 235 %,

³³ Glede na leto 2004 so neto poslovna sredstva Skupine narasla za 95 %, kar pa je logično, ker je v letu 2005 Skupina v svoje bilance vključila divizijo Prehrana, obenem pa so se povečale finančne naložbe, predvsem zaradi naložbe v MELR.

³⁴ Nasploh je za panogo turizma po svetu značilna nizka donosnost sredstev in dolga doba odplačila investicije. Kovač (2005) za potezo Istrabenza, da se usmeri v panogo turizma namesto v prodajo naftnih derivatov pravi, da ni najbolj smiselna in da je za uspeh divizije turizma potrebno obvladovati celoten produkt, od turističnih agencij, društev, infrastrukture itd. Uprava Istrabenza ima namen v diviziji Turizem razvijati celoten paket oz. želijo doseči rast destinacije kot celote.

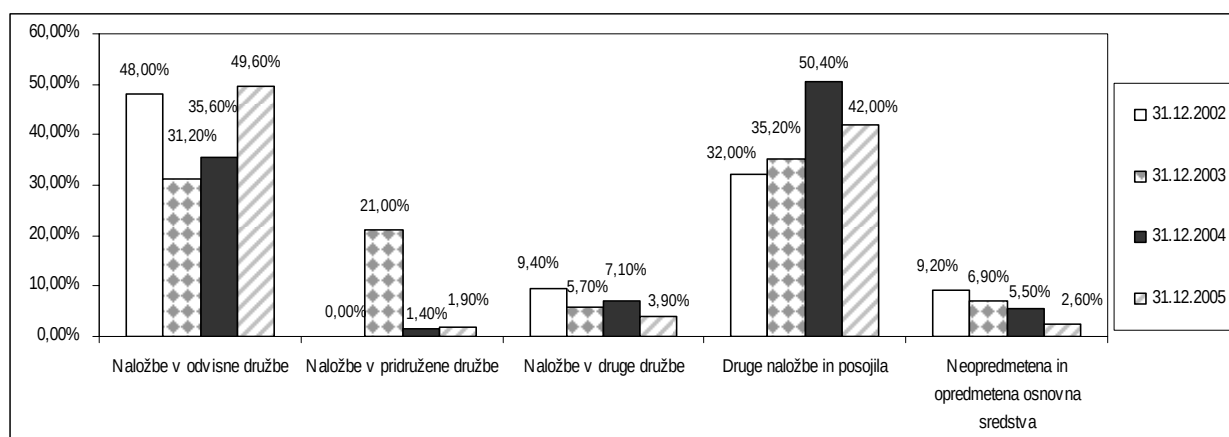
³⁵ Postavka je v letu 2004 znašala 1.321 milijonov SIT (5,5 mio €), v letu 2005 pa 3.290 milijonov (13,7 mio €).

³⁶ Finančni prihodki iz prodaje vrednostnih papirjev in deležev 3.296 milijonov SIT, obresti in tečajne razlike 825 milijonov SIT in prejete dividende 484 milijonov SIT. Od 3.296 milijonov SIT prihodkov od prodaje deležev gre 2.215 milijonov SIT pripisati prodaji deleža v Si.Mobilu.

³⁷ REPO posel z Banko Koper v višini 17.790 milijonov SIT.

kratkoročne finančne obveznosti pa na isti dan znašajo 20.403 milijonov SIT (85 mio €), kar predstavlja 34 % povečanje glede na 31. 12. 2004. Delež obveznosti iz financiranja v lastniškem kapitalu na dan 31. 12. 2005 znaša 160 %, v sredstvih pa 61 %. Podjetje je v letnem poročilu zapisalo, da kljub rasti zadolženosti zaradi zadostnega obsega likvidnih sredstev zadolženost ne predstavlja večjega problema in višjega tveganja. Povečanju zadolženosti je sledilo povečanje sredstev, saj so se povečala za 50 %³⁸, medtem ko je lastniški kapital ne glede na pravila MSRP, da se dobički pridruženih podjetij prikazujejo v bilanci stanja kot posebni prevrednotovalni popravek kapitala (PPPK), ostal na približno istem nivoju. V obdobju od 1. 1. 2005 do 31. 12. 2005 je holdinška družba Istrabenz ustvarila 105 milijonov tolarjev izgube (0,4 mio €), kar je glede na rezultat leta 2004, ko je čisti dobiček znašal 6.769 milijonov SIT (28 mio €), poslabšanje. Velik del poslabšanja poslovanja lahko pripišemo poslovanju Droga Kolinska³⁹, ki je bilo pod pričakovanji, in pa negativnemu gibanju tečajev na LJSE.

Slika 3: Struktura sredstev holdinške družbe Istrabenz d.d.



Vir: Letno poročilo 2005 Istrabenz, 2006, str. 87.

Z vidika poslovanja holdinške družbe Istrabenz je problematično dejstvo, da kar 49,6 % naložb v odvisne družbe predstavlja divizija Prehrana, katera pa, kot smo videli, zaenkrat še ne posluje v skladu s pričakovanji, Kovač (Potič, 2005) pa ji tudi ne napoveduje najlepše prihodnosti. V energetiki je vezanih 17,8 % naložb holdinške družbe Istrabenz, s katerimi pa skupina Istrabenz ustvari več kot polovico prihodkov iz poslovanja, prav tako pa tudi največji donos na kapital. Finančne naložbe družbe so se v letu 2005 povečale za 35.858 milijonov SIT (150 mio €). Kar 27.051 milijonov SIT (113 mio €) gre na račun povečanja naložb v odvisne družbe (Droga Kolinska), za 17.971 milijonov SIT (75 mio €) so se povečala dolgoročno vložena sredstva na podlagi REPO posla z Banko Koper na delnice MELR. Za 5.796 milijonov SIT (24 mio €) se je zmanjšal portfelj vrednostnih papirjev, za 4.808 milijonov (20 mio €) pa kratkoročna posojila in depoziti, ki so se delno, v višini 1200 milijonov SIT (5 mio €) spremenili v dolgoročna posojila.

³⁸ Dogodka, ki sta najbolj vplivala na povečanje bilančne vsote, sta ustanovitev nove divizije Prehrana in termimska pogodba z Banko Koper o reodkupu Mercatorjevih delnic.

³⁹ Skupina Droga Kolinska je po MSRP v letu 2005 ustvarila 196 milijonov izgube, Istrabenz pa je načrtoval skoraj 2000 milijonov dobička (Letno poročilo 2005 Droga Kolinska, 2006)

5.1.2.3 Analiza doseganja strateških ciljev

V obdobju, v katerem nastaja to diplomsko delo, je v pripravi tudi nov strateški poslovni načrt za naslednje petletno obdobje. V predhodnem načrtu, Smernice strateškega razvoja Skupine Istrabenz (2002), ki je bil s strani nadzornega sveta sprejet 13. 12. 2002, je Skupina postavila temelje za poslovni model delovanja. Korporacijski cilji Skupine v tej petletki so bili:

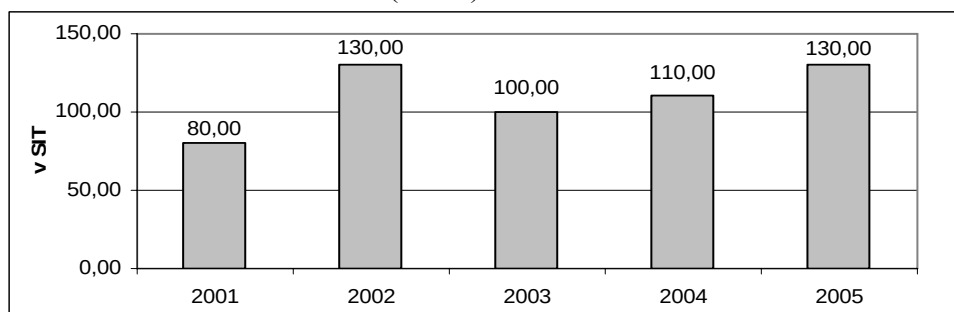
- doseгati najmanj 10 % povprečno donosnost lastniškega kapitala (ROE);
- doseгati do 10 % povprečno letno rast premoženja in do leta 2007 povečati vrednost sredstev na 65 mrd SIT (271 mio €);
- zagotavljati stabilno rast tržne vrednosti holdinške družbe;
- doseči pozitivno rast ekonomskega dobička ter da bo le-ta za 2 odstotni točki presegal WACC⁴⁰;
- povečevati vrednost dolgoročnih finančnih naložb s povprečno stopnjo 10 %;
- doseгati stabilno rast dividend v višini 10 % letno, v višini maksimalno 25 % ustvarjenega dobička poslovnega leta;
- racionalizirati stroške poslovanja tako, da bodo zaostajali najmanj 10 % za dinamiko rasti vseh vrst prihodkov delniške družbe.

V diviziji oskrbe s plini in plinsko tehnologijo, si je družba zadala cilj 10 odstotno povprečno donosnost na lastniški kapital. V diviziji turizma je bil cilj doseči 10 % rast poslovnih prihodkov in 8 % ROE. Za vse ostale naložbe so si postavili cilj vsaj 8 % ROE. Ti cilji so s sedanjo sliko precej neprimerljivi, saj je v obdobju od konca leta 2002 do danes, prišlo do ogromnih premikov v sami organizacijski strukturi podjetja in tudi v poslovnem okolju, v katerem je družba Istrabenz prisotna.

Holdinška družba Istrabenz je s poslovanjem in širitvijo poslovanja presegla nekatere cilje. Rast premoženja in ciljna velikost družbe sta nekajkrat preseženi, predvsem z uvrstitvijo divizije Prehrana v Skupino in z intenzivno naložbeno aktivnostjo. Poslovanje, ki je bilo predstavljeno v prejšnjih točkah, evidentno nakaže, da vsi cilji niso bili doseženi. Tudi v izjavah predsednika uprave Istrabenza je večkrat zaslediti nezadovoljstvo s potekom konsolidacije poslovanja in širitvijo dejavnosti. V diviziji turizma je rast prihodkov iz poslovanja negativna, ROE pa dosega le dobra 2 %. V diviziji energetike so bili cilji Strateškega poslovnega načrta preseženi in poslovanje več kot zadovoljivo. Na področju prehrane je nemogoče povleči zaključke po le enem, sprememb in poslovnih dogodkov, polnem letu. V diviziji Naložb je poslovanje Zastave lizing v skladu s Strateškim poslovnim načrtom, OpenAd pa še ne prinaša želenih rezultatov.

⁴⁰ WACC – weighted average cost of capital – tehtano povprečje stroškov kapitala. Izračunamo ga: $WACC = w_d * r_d (1-T) + w_{ps} * r_{ps} + w_s * r_s$ w predstavlja utež posamezne vrste kapitala za financiranje podjetja, indeks d predstavlja debt oz. dolg, ps prefered shares oz. prednostne delnice, s pa so shares oz. navaden lastniški kapital. (1-T) predstavlja davčni ščit (Berk et al., 2002).

Slika 4: Dividenda na delnico (v SIT)



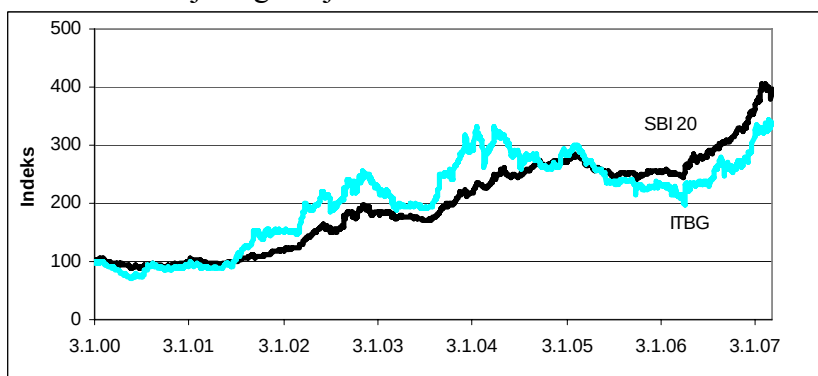
Vir: Letno poročilo 2005 Istrabenz, 2006, str. 34.

Podjetje je v glavnem dosegalo zastavljene cilje tudi pri dividendah lastnikom.⁴¹ Eden od strateških ciljev je tudi zagotavljanje stabilne rasti tržne vrednosti delniške družbe. V letnem poročilu je podjetje zapisalo, da bo holdinška družba Istrabenz ena od najzanimivejših naložbenih možnosti za domače in tuje vlagatelje. Da temu ni tako, bom predstavil v naslednjem poglavju.

5.1.3 Gibanje cene delnice

Podjetje je zavezano k povečevanju vrednosti premoženja za lastnike.⁴² Vlagatelj, ki je v začetku leta 2000 kupil delnice Istrabenza po ceni okoli 14,5 €, jih lahko sedaj proda po nekaj manj kot 50 €. Na leto je prejel še okoli 1 % dividendne donosnosti. Primerljivost gibanja cene delnice lahko zagotovimo s primerjavo gibanja delnice z indeksom. Na sliki 5 je predstavljena primerjava gibanja delnice Istrabenza z indeksom SBI 20, ki ga izračunava Ljubljanska borza vrednostnih papirjev in v katerega je z udeležbo 3,91 % vključen tudi Istrabenz.

Slika 5: Primerjava gibanja SBI 20 in ITBG od 3. 1. 2000 do 9. 3. 2007



Vir: Tečajnica Ljubljanske borze, 9.3.2007.

Iz grafa je moč razbrati, da se je v proučevanem obdobju indeks gibal intenzivneje, kot se je gibala delnica podjetja Istrabenz. Povsem jasno je, da je bil v določenih trenutkih znotraj proučevanega obdobja ITBG bolj nestanovit. Da delnica Istrabenza izgublja privlačnost za vlagatelja, je moč razbrati iz mesečnih podatkov o poslovanju. Obseg trgovanja z delnico ITBG

⁴¹ Predlagana dividenda na 10. redni skupščini delničarjev za leto 2006 je 140 SIT na delnico (0,583 €), kar predstavlja 8 % rast.

⁴² Ta ideja je konsistentna s ciljem poslovanja podjetja v skladu s teorijo poslovnih financ. Cilj poslovanja podjetja naj bo maksimiranje tržne vrednosti delnice.

na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev se je v letu 2005 znižal in dosegel le 43 % trgovanja v letu 2004.

Tabela 6: Promet na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev

Promet	Istrabenz (v SIT)	Pivovarna Laško (v SIT)	Skupaj delnice (v SIT)	Promet ITBG (v %)	Promet PILR (v %)
Januar 2006	154.807.035,00	209.123.896,00	9.528.073.771,00	1,62	2,19
Februar 2006	102.970.330,00	316.855.944,00	8.374.798.478,00	1,23	3,78
Marec 2006	106.764.032,00	243.778.036,00	9.544.567.562,00	1,12	2,55
April 2006	543.706.307,00	695.089.717,00	18.955.074.034,00	2,87	3,67
Maj 2006	131.732.474,00	329.687.958,00	16.456.209.278,00	0,80	2,00
Junij 2006	1.175.631.835,00	437.885.331,00	13.322.504.638,00	8,82	3,29
Julij 2006	306.093.494,00	941.287.569,00	10.814.801.937,00	2,83	8,70
Avгust 2006	458.765.256,00	380.761.235,00	14.429.881.154,00	3,18	2,64
September 2006	221.123.495,00	530.802.565,00	15.125.169.815,00	1,46	3,51
Oktober 2006	316.685.870,00	773.235.436,00	22.788.171.705,00	1,39	3,39
November 2006	241.388.095,00	795.500.009,00	14.948.561.887,00	1,61	5,32
December 2006	1.083.076.381,00	487.623.241,00	18.885.577.490,00	5,73	2,58
Januar 2007	567.572.003,04	691.229.837,64	34.653.140.043,24	1,64	1,99
Februar 2007	514.638.402,72	1.030.826.557,32	24.001.509.411,36	2,14	4,29

Vir: Mesečna statistika, 9.3.2007.

Delnica ITBG je v povprečju v proučevanem obdobju 14 mesecev dosegala 2,6 % celotnega prometa z delnicami na LJSE. V primeru, da iz izračuna izključimo najbolj izstopajoča meseca, pridemo do podatka, da je delnica ITBG dosegala 2,24 % celotnega prometa.

Na vprašanje zakaj je interes vlagateljev za investiranje v holdinško družbo Istrabenz tako majhen, poskuša odgovoriti naslednje poglavje, ki govori o obvladovanju družbe ter zapiranju lastništva.

5.1.4 Obvladovanje družbe in zapiranje lastništva

5.1.4.1 Maksima Holding d.d.

Na dan 20. 10. 2006 je največji lastnik družbe Istrabenz d.d. postala družba Maksima Holding d.d. Obvladuje 21,08 % kapitala družbe. Na drugi strani je 3. 11. 2006 družba FB Investicije objavila ponudbo za prevzem družbe Maksima Holding d.d. Isti dan so preknjižbo napravila podjetja Medaljon d.d, Istrabenz d.d, Pom - Naložbe d.d in Adriafin d.o.o.⁴³ S tem je družba FB Investicije, ki je bila predhodno v lasti Factor Banke, dan pred oddajo pa jo je prevzela družba Poteza Netherlands, ki se uvršča v Skupino Poteza, postala 55,4 % lastnica Maksime Holding. Isti dan je Istrabenz prodal svoje delnice MAHR (oznaka Maksime Holding na Ljubljanski borzi

⁴³ Družba Medaljon je ena od družb v lasti Probanke, pod dejavnost pa ima zapisano upravljanje drugih družb. Pom – Naložbe je nastala s preoblikovanjem Pooblaščne Pomurske investicijske družbe in se sedaj uvršča pod Publikum PDU. Ustanovitelj družbe Pom – Naložbe je družba Pom – Invest, katerega največji lastnik je družba Medaljon d.d, upravljanje drugih družb. Adriafin opravlja dejavnost svetovanja in opravljanja finančnih poslov. Nekaj več kot 24-odstotni delež v družbi Adriafin d.o.o. sta od Intereurope kupila Istrabenz in Luka Koper ter tako povečala vsaka svoj delež na polovico. (Ručna, Sovdat, 2006). Družba Pom Naložbe je 28. 10. 2006 od Maksime Holding kupila večji sveženj delnic Istrabenza, pred tem pa je od Istrabenza kupila skoraj 5 % Maksime Holdinga.

vrednostnih papirjev) družbi FB Investicije. Poteza družbe Istrabenz je povsem legitimna in zakonsko neoporečna, a le, če korak gledamo povsem tehnično.

Istrabenz d.d. in Maksima Holding d.d. sta skupaj opravila več nekaj transakcij. Maksima Holding je s stalnim povečevanjem lastniškega deleža v Istrabenzu postala v javnosti poznana kot »Istrabenzu prijazna družba«. O medsebojni lastniški povezanosti obeh podjetij se je precej govorilo, ko je dal Istrabenz ponudbo za prevzem družbe Kolinska, ne pa tudi za družbo Droga, čeprav so se vrstila mnenja, da sta po Zakonu o prevzemih⁴⁴ družbi Istrabenz in Maksima Holding povezani osebi. Preko Maksime je Istrabenz obvladoval obe podjetji, ki sta se naknadno združili⁴⁵ in se sedaj uvrščata v Skupino Istrabenz. Vse to se je zgodilo na škodo malih delničarjev, ki so ostali brez ponudbe za prevzem.

Sodelovanje Maksime Holding in Istrabenza lahko zaznamo tudi v dogodkih okoli LHB Internationale Handelsbank AG iz Frankfurta. Gre za banko iz skupine Nove Ljubljanske banke, iz katere v osnovi izhajata tako Maksima Holding kot tudi Maksima ID (3,61 % delničar Istrabenza). V nadzornem svetu nemške podružnice NLB sedi tudi Igor Bavčar, predsednik uprave Istrabenza. V nadzorni svet ga je predlagala Maksima Holding, ki je 21,31 % lastnik LHB, kljub temu da Istrabenz ni delničar banke. V nadzornem svetu Istrabenza sedi Bojan Korsika, ki je prav tako član nadzornega sveta v družbi Maksima holding.⁴⁶

Ponudbo za prevzem družbe Maksima holding s strani FB Investicije in ponudbi sledeče preknjižbe postavi v pravo luč šele ponujena cena. Ponudba za eno delnico MAHR je znašala 1.200 SIT (približno 5 €). Ponudba je sporna iz dveh stališč. Prvič – pred ponudbo za prevzem MAHR so se posli na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev sklepali do cene 1.499 SIT (približno 6,25 €), na dan pred prevzemom, 3. 11. 2006, pa je bil enotni tečaj MAHR 1.477,78 SIT (približno 6,17 €). Drugič – MAHR je tudi pri najvišji ceni 1.499 SIT izkazovala diskont. Dnevnik (Polanič, Rankov, 2006) piše, da je vrednost naložb, ki jih ima Maksima holding v portfelju⁴⁷ vredna okoli 18 milijard SIT (približno 75 milijonov €). Revija Mag (Šurla, 2007) pa pravi, da je vrednost naložb v zadnjem letnem poročilu ocenjena celo na 21 milijard SIT (približno 87,5 milijonov €), trenutna kapitalizacija MAHR pa je le 8,4 milijarde SIT (približno 35 milijonov €). Zadnja znana knjigovodska vrednost Maksime holdinga je 1.357 SIT (približno

⁴⁴ V nadaljevanju ZPre-1.

⁴⁵ Istrabenz je marca objavil ponudbo za odkup preostalih delnic Droge Kolinske, ki pa je bila smešno nizka, saj je znašala 2.450 SIT (10,21 €), Maksima Holding pa jih je v obdobju 6 mesecev pred oddajo ponudbe za odkup kupovala po 3.510 SIT (14,62 €). Ponudbo za prevzem je sprejelo 462 delničarjev oz. 4,61 % kapitala, kar le priča o tem, da s prevzemno ponudbo za preostalih 45 % delnic družba Istrabenz ni prepričala vlagateljev. V tisku so se vrstila mnenja, da je Istrabenz z oddajo ponudbe za prevzem le zadostil zakonskim določilom.

⁴⁶ Na tem mestu moram povedati, da je pridobivanje podatkov o članih uprave in nadzornega sveta družbe Maksima Holding sila težavno početje, saj družba v vseh objavah zelo pazi, da so vse osebe poimenovane le po funkcijah, katere opravljajo in ne po imenih in družbah od kod prihajajo.

⁴⁷ Dolgoročne finančne naložbe: LHB Frankfurt, Eti elektroelement, Geodetski zavod in Zavarovalnica DDOR. Kratkoročne finančne naložbe: Holding Certa, Ajat, Pom-Invest, Abanka Vipra, Komunalno podjetje Tržič in Maksima invest.

5,66 €), Dnevnik (Polanič, Rankov, 2006) pa jo na podlagi naložb ocenjuje na okoli 2.850 SIT (približno 11,89 €).⁴⁸

Vprašamo se lahko, s kakšnim motivom so lastniki Maksime holding prodajali delnice družbe pod pošteno ceno, ki je med drugim največji lastnik družbe, ki je delnice prodala. Srečko Kenda, član uprave Istrabenza, pravi (Cirman, Tekavec, 2006), da so s predpogodbo delnice prodali že avgusta, pri tem realizirali 20 % premijo, preknjižbo pa napravili šele sedaj, ko so tudi dobili denar. Kenda je zagotovil, da so ob sklepanju pogodbe dosegli dobro ceno, da pa sedanja cena na Ljubljanski borzi ne odraža dejanske cene. Da je pri omenjenih podjetjih šlo le za parkirišča, namiguje tudi izjava predsednice uprave družbe Medaljon, Irene Stanke Čurin, ki je pojasnila, da je bila cena, ki so jo dosegli pri prodaji delnic Maksime Holdinga stvar neposrednega dogovora (Rankov, Polanič, 2006). Zagotovila je, da je bil izkupiček posla za Medaljon dober, iz česar lahko zaključimo, da je bil Medaljon za svojo vlogo nagrajen s t.i. parkirino.⁴⁹ Pred tem je Igor Bavčar zagotavljal, da ne ve, kdo prevzema Maksimo holding, direktor družbe Maksima holding, Miro Golubič, pa je zaradi ponudbe za prevzem izražal presenečenje (Miković, Sovdat, 2006). Mali delničarji, ki niso pri prodaji deležev MAHR sodelovali z upravo Istrabenza, so svoje deleže obdržali in čakajo na boljšo ponudbo. Pri nizki prevzemni ponudbi in dogovoru povezanih oseb se ponavlja zgodba prevzema podjetja Infond holding 1 oz. po preimenovanju družbe Center Naložbe. Predvideva se, da tako Maksima holding kot tudi Center Naložbe predstavljata osrednja stebra konsolidacije lastništva okoli Istrabenza in Pivovarne Laško (več o konsolidaciji Pivovarne Laško v nadaljevanju diplomskega dela).

5.1.4.2 Pivovarna Laško d.d.

V nadzornem svetu Istrabenza sedi Anton Turnšek. Gre za dolgoletnega predsednika uprave Pivovarne Laško. Pivovarna Laško ima na dan 20. 10. 2006 3,86 odstotni delež v lastniškem kapitalu družbe Istrabenz. Družba Istrabenz pa je do 9. 11. 2006 imela 2,33 % delež v Pivovarni Laško, a ga je ta dan prodala. To dejanje je uprava utemeljila s tem, da gre za načrtovani korak, ki sledi zastavljenim ciljem Istrabenzovega naložbenega stebra. Delež je kupila družba Center Naložbe.

O usklajenem delovanju družb Istrabenz in Pivovarna Laško se je največ govorilo pri nakupu deleža v Poslovnem sistemu Mercator, ko sta kupca, vsak od ene⁵⁰ paradržavne institucije, kupila delnice Mercatorja po enaki ceni, pod enakimi pogoji (Kerčmar, 2005). Na tem mestu je smiselno omeniti anemičnost institucij, ki bi morale pri tako očitnem usklajenem delovanju ukrepati, a tega niso storile. Kritika leti na Agencijo za trg vrednostnih papirjev, ki bi ob najmanjšem sumu, da gre za usklajeno delovanje, morala ustaviti proces prodaje in zahtevati oddajo ponudbe za prevzem, saj sta Istrabenz in Pivovarna Laško skupaj po prijateljski ceni

⁴⁸ Izračuni poštene vrednosti na način, kot to dela Dnevnik, so površni, saj pri izračunu upoštevajo le naložbe, medtem ko pri vrednotenju družbe pozabijo upoštevati obveznosti podjetja.

⁴⁹ Plačilom provizije za hranjenje delnic za določeno obdobje, v največ primerih zaradi izogibanja zakonsko določenega praga za oddajo ponudbe za prevzem.

⁵⁰ Istrabenz od KAD-a, Pivovarna Laško pa od SOD-a.

pridobila kar 29,08 % delež v eni od največjih slovenskih družb⁵¹. Na drugi strani Urad za varstvo konkurence v primeru vstopa Istrabenza in Pivovarne Laško v lastniško strukturo Mercatorja ni zasledil kršitve Zakona o preprečevanju omejevanja konkurence⁵², čeprav npr. Tušek (2006) meni, da je prišlo do kršitev ZPOmk vsaj pri točki 3. 2. 1., ki govori o uveljavljanju moči delničarjev in njihovem vplivanju na poslovno politiko podjetja, in pa točki 3. 2. 2., ki govori o vertikalni integraciji.

Iz zapisanega je razbrati, da sta Istrabenz in Pivovarna Laško do deleža v Poslovnem sistemu Mercator prišla z dogovorom vladajoče koalicije. Grahek, Tomažin (2005) po lastnih izračunih trdita, da je država Istrabenzu in Pivovarni Laško odobrila popust v višini skoraj 9 milijard SIT. Avtorja trdita, da je obrestna mera, po kateri sta Istrabenz in Pivovarna Laško prišla do deleža v Mercatorju prenizka za tveganje, ki ga podjetji nosita. Vrstila so se mnenja, da je prodajna cena za skoraj 30 % delež v Mercatorju prenizka, a je Evropska komisija odločila, da pri prodaji državnega deleža v Poslovnem sistemu Mercator ni šlo za nedovoljeno državno pomoč (Rednak, 2006).

5.1.4.3 Država

Med lastniki Istrabenza sta tudi KAD in SOD, preko katerih družbo nadzorujeta Tomaž Toplak, ki je tudi član nadzornega sveta Slovenske demokratske stranke, in mag. Božo Predalič, ki vodi funkcijo namestnika generalne sekretarke Vlade RS, hkrati pa je član upravnega odbora SOD-a in predsednik Odbora za javno upravo strokovnega sveta Slovenske demokratske stranke. Toplakova vloga v NS Istrabenza je bila posebej sporna pri prodaji Poslovnega sistema Mercator, ko je bil tako na prodajni kot tudi na nakupni strani. Predalič bi po Zakonu o preprečevanju korupcije, ki pa od 11. 3. 2006 ne velja več, moral odstopiti iz nadzornega sveta Istrabenza. Do kršitve zakona je prišlo v drugem odstavku 20. člena, ki dovoljuje udeležbo predstavnika organa v NS gospodarske družbe, v kateri je država ali lokalna skupnost imetnik poslovnega deleža, delnic oz. drugih pravic, na podlagi katerih je udeležena pri upravljanju oz. kapitalu. Kršitev izhaja iz dejstva, da je SOD paradržavna družba in ne predstavlja neposredno države ali lokalne skupnosti.

V NS Istrabenza sedi tudi g. Mihevc, ki opravlja funkcijo predsednika NS v Zavarovalnici Triglav d.d., hkrati pa je član programskega sveta politične stranke Nova Slovenija, ki je prav tako v vladajoči koaliciji. Med prvimi desetimi delničarji Istrabenza sta tudi Delniški vzajemni sklad Triglav steber I s 5,48 % deležem in Zavarovalnica Triglav s 2,58 % deležem v kapitalu družbe. Država ima preko KAD-a in SOD-a več kot 80 % delež v Zavarovalnici Triglav. Slovenska odškodninska družba ima 16,4 % delež v družbi Istrabenz, Kapitalska družba pa skupaj (PPS in KSPPS) neposredno obvladuje 12,95 % delež Istrabenza. V NS koprške družbe sedi tudi Bojan Korsika, ki je širši javnosti poznan kot eden vodilnih Zavarovalnice Concordia,

⁵¹ Tukaj ne upoštevam vseh »parkirišč«, ki jih družbi uporabljata za izogibanje ZPre-1, temveč se osredotočam na usklajeno delovanje Istrabenza in Pivovarne Laško, ki je definirano v prvi točki drugega odstavka 8. člena ZPre-1 (2006), saj družbi Istrabenz in Pivovarna Laško nedvoumno povezujejo okoliščine, v katerih sta pridobili vrednostne papirje družbe Poslovni sistem Mercator.

⁵² V nadaljevanju ZPOmk.

ki danes kot pravni subjekt ne obstaja več, saj je del skupine Zavarovalnice Triglav. Korsika je od aprila 2005 tudi v NS družb Maksima holding in Maksima ID.

Zanimiv podatek je moč razbrati iz intervjuja, ki ga je Igor Bavčar opravil za Finance (Novković, Frankl, Sovdat, 2005), v katerem na vprašanje o morebitni ponudbi državi za izhod iz lastniške strukture Istrabenza odgovori, da država že ima izhod iz Istrabenza. Kolikor Bavčar ve, ima SOD že od prejšnje vlade (op.a Vlada Antona Ropa) podpisano pogodbo o izhodu. Demanti na izjavo je Bavčar podal (Sovdat, 2006a) en mesec po objavi prve izjave, a vendar novinarka Financ pravi, da je obstoj pogodbe potrdil tudi direktor SOD-a Marko Pogačnik. Bavčar (STA, 2006) pričakuje, da bo do leta 2011 Istrabenz že lastniško konsolidiran, s tem, da pričakuje prodajo deležev KAD-a in SOD-a, menedžerskega odkupa podjetja pa ne izključuje. Ob predstavitvi polletnih rezultatov 2006 je uprava Istrabenza dejala, da bodo v roku dveh let razmislili o menedžerskem odkupu podjetja. V tem času naj bi iz lastniške strukture Istrabenza izstopila tudi država.

Poslovni primer podjetja Istrabenz predstavlja vpogled v delovanje in poslovanje slovenskega holdinga. Na kar nekaj točkah lahko potegnemo vzporednice s teorijo, ki je predstavljena v prvih štirih poglavjih diplomskega dela. Iz delovanja uprave lahko razberemo željo managementa zgraditi imperij, četudi pri tem krajši konec potegnejo manjši delničarji, delničarji podjetij, ki predstavljajo del holdinga, in širša javnost. Eden od motivov vodstva holdinga je ustvarjanje prostega denarnega toka, ki omogoča širjenje dejavnosti podjetja. Vodstvo to dosega s pomočjo novih delov holdinga, ki z ustvarjenim prostim denarnim tokom nadaljujejo začrtano investicijsko politiko in strategijo prevzemanja podjetij. Primer sta Droga in Kolinska, pa tudi družbi prijazna podjetja, ki z lastniškim obvladovanjem zanimivih družb pomagajo holdingu uresničevati cilje. O tem je mnenje podal že Žugelj (2003). Istrabenz deluje skladno s teorijo, ki govori o korporativnem socializmu (Berger, Ofek, 1995), tudi pri delu holdinga OpenAd. Vsak racionalen investitor bi ga ob nedoseganju zastavljenih ciljev že izločil iz portfelja. Povečevanje zadolženosti podjetja se ujema s teorijo, ki pravi, da bolj zadolženi holdingi izkazujejo večji diskont (Mansi, Reeb, 2002).

Glavni razliki med slovenskim primerom in dogajanjem v razvitem svetu pa sta lastniška struktura ter način pridobivanja premoženja. Dejstva, da dogajanje v Sloveniji z večletnim zaostankom sledi delovanju holdingov v razvitem svetu, ni potrebno posebej izpostavljati. Na primeru Istrabenza je bilo mogoče videti vpliv managementa na dogajanje glede konsolidacije lastništva. Že leta 1976 sta Jensen in Meckling definirala odnose med agenti in principal. V primeru vodstva Istrabenza se ti vlogi pomešata, kar ni nič novega, saj smo vsak dan priča managerskim odkupom podjetij (ang. *manager buy out* - MBO). To je lahko sporno le v primeru, če bodo zaradi asimetrije informacij vodilni izkoristili edinstveno pozicijo, ki jo imajo v podjetju, za osebno okoriščenje. Dosedanje delovanje, s katerim so ustvarili holding, posredno namiguje na tak zaključek. Premoženje so dobili bodisi po znižani vrednosti zaradi dobrih odnosov s politiko bodisi na račun nepoučenih vlagateljev, katerih nadzorne institucije niso sposobne zaščititi, saj jim zakonodajalec ni prepustil dovolj instrumentov za boj s takim delovanjem. Eden od pomembnejših ciljev popravkov zakonodaje, ki ureja delovanje

udeležencev na trgu kapitala in Pravil borze je prav zaščita malih delničarjev. Dosedanji predpisi so ta del urejali bolj površno, ali pa so pri ugotavljanju, ali gre za škodljivo delovanje, sloneli na subjektivnih ocenah institucij.

Posledice takega delovanja niso vezane le na družbo Istrabenz in njene delničarje. Vpliv takega delovanja je širši in meče temno luč na celotno Slovenijo. Vezana trgovina ter posredno in neposredno obvladovanje večjega deleža slovenske industrije so razlogi za manjše zanimanje tujih investorjev za portfeljske investicije v slovenska podjetja. Državno mešetarjenje in vnaprej sklenjeni dogovori povečujejo deželno tveganje Slovenije v očeh tujcev. V točki 5.2 je predstavljena Skupina Pivovarna Laško, pri kateri je delovanje v precejšnji meri podobno delovanju holdinga Istrabenz.

5.2 Skupina Pivovarna Laško

Skupina Pivovarna Laško je delniška družba s sedežem v Laškem. Ukvarja se s proizvodnjo piva, mineralnih, izvirskih in naravnih vod, brezalkoholnih pijač in sirupov za proizvodnjo pijač, žganih pijač ter s trgovino na veliko. Skupini so pridružene družbe Pivovarna Union d.d.⁵³, Radenska d.d., Jadranska pivovara d.d., Split, Vital d.d, Mestinje, Talis d.o.o., Maribor in RA & LA, d.o.o., Sarajevo.

5.2.1 Predstavitev skupine in podjetja

V strukturi prodaje Skupine Pivovarna Laško večji delež prodaje zavzema prodaja piva, sledi pa mu prodaja sokov in sirupov. Primerjava med leti 2005 in 2004 je nesmiselna, saj je ravno v tem obdobju prišlo do priključitve Skupine Pivovarna Union Skupini Pivovarna Laško, kar je zmanjšalo primerljivost podatkov. Struktura prodaje podjetja je predstavljena v tabeli 7.

Tabela 7: Prodaja Skupine Pivovarna Laško ter načrt za leto 2006

(v hektolitrih)	2004	2005	Načrt 2006
Sok, sirup	378.620,00	1.770.552,00	1.916.397,00
Voda	922.878,00	1.035.922,00	1.041.080,00
Pivo	1.355.482,00	2.064.166,00	2.227.000,00
Žganje	0,00	8.658,00	6.848,00
SKUPAJ	2.656.980,00	4.879.298,00	5.191.325,00

Vir: Letno poročilo 2005 Pivovarna Laško, 2006, str. 11.

Videti je, da želi Skupina Pivovarna Laško v letu 2006 doseči rast celotne prodaje za več kot 6 odstotkov. V rezultatih o poslovanju za prvih devet mesecev leta 2006 je zapisano, da so prodali za 2,9 % več pijač kot v istem obdobju leta 2005. Pivovarna Laško v istem poročilu pravi, da je teh prvih devet mesecev leta zaradi sezone komponente odločilnih pri ustvarjanju celotne slike o uspešnosti poslovanja. V istem obdobju družba zaposluje za 8,1 % manj delavcev kot v predhodnem letu. V tej smeri je razumeti tudi racionalizacijo poslovanja, v katero je družba prisiljena zaradi vedno močnejše konkurence (Devetmesečno poročilo o poslovanju družbe Pivovarna Laško d.d., 2006).

⁵³ Po prevzemni vojni z belgijskim InBevom. Pivovarni Union je pridružen tudi Fructal Ajdovščina d.d, katerega je Pivovarna Union prevzela leta 2001.

Prodaja piva družbe Pivovarna Laško se je v letu 2005 znižala za 3,9 % glede na preteklo leto. Do izpada prodaje je prišlo predvsem na trgih Srbije ter v Bosni in Hercegovini. V Sloveniji se je zaradi povečane nizko cenovne konkurence znižal tržni delež tako Pivovarne Union kot tudi Pivovarne Laško. Skupaj še vedno dosegata okoli 88 % tržni delež pri prodaji piva v Sloveniji. Priča smo zniževanju tržnih deležev obeh pivovarn.

Tabela 8: Tržni delež obeh slovenskih pivovarn (v %)

	2003	2004	2005
Pivovarna Union	56,2	53,7	52,1
Pivovarna Laško	39,8	37,4	36,1
SKUPAJ	96,0	91,4	88,2

Vir: Letno poročilo 2005 Pivovarna Laško, 2006, str. 27.

Družba Pivovarna Laško je še vedno v veliki meri odvisna od domačega trga. V Sloveniji družba ustvari kar 88,8 % vse prodaje (Nerevidirani, nekonsolidirani računovodski izkazi za leto 2006 družbe Pivovarna Laško d.d., 2007). Rezultati za prvih devet mesecev leta 2006 niso najboljši. Z enostavno ekstrapolacijo je mogoče priti do ocene, ki od zgoraj navedenih ciljev poslovanja za leto 2006 nekoliko odstopajo.

Tabela 9: Ekstrapolacija devetmesečnih rezultatov prodaje na celo leto, razdeljena po proizvodu

Proizvod	9-mesečna prodaja (v %)	9-mesečna prodaja (v SIT)	Ocena celoletne prodaje (v SIT)
Pivo	41,50	1.654.082,52	2.205.443,35
Osvežilne brezalkoholne pijače	36,60	1.458.781,21	1.945.041,61
Mineralna voda	13,90	554.018,00	738.690,67
Naravna pitna voda	7,20	286.973,35	382.631,14
Sirupi in žganje	0,80	31.885,93	42.514,57
SKUPAJ	100,00	3.985.741,00	5.314.321,33

Vir: Devetmesečno poročilo o poslovanju družbe Pivovarna Laško d.d., 2006, str. 1. Lasten izračun.

S pavšalno oceno, da se poslovanje ostalih družb v skupini ni znatno razlikovalo od poslovanja družbe Pivovarna Laško, je moč na podlagi nerevidiranih nekonsolidiranih računovodskih izkazov za leto 2006, ki jih je družba objavila na Seonetu dne 27. 2. 2007, potegniti zaključke, da cilji družbe niso bili realizirani. Prodaja piva in vode družbe Pivovarna Laško v letu 2006 je glede na leto 2005 na indeksu 101.

Na tujih trgih je Pivovarna Laško v letu 2005 glede na leto 2004 zabeležila padec prodaje piva za 20 %. Na Hrvaškem je do tega prišlo zaradi združevanja trgovcev s pijačami. Združeni trgovci so uspeli izsiliti boljše prodajne pogoje, kar se je odrazilo v nižjih prihodkih Pivovarne Laško na hrvaškem trgu. Do znatnega padca poslovnih rezultatov pa je prišlo v Bosni in Hercegovini ter v Srbiji. Razloge je moč iskati v višjih carinah za slovensko blago, slabši marketinški konkurenčnosti slovenske družbe glede na multinacionalke, cenejših lokalnih proizvodih in ostalih subjektivnih dejavnikov. V Letnem poročilu 2005 je Pivovarna Laško zapisala, da

privatna pivovarna MB Rodiči Novi Sad vloga visoke zneske za tržno komuniciranje. Pivovarna MB Rodiči se je v letu 2006 združila s slovenskim trgovcem Mercatorjem, katerega lastnik je tudi Pivovarna Laško. Na podobno zgodbo so s člankom (Bertoncelj, Sovdat, 2006) namigovali tudi Finance, ki so že aprila pisale, da obstaja interes za združevanje Laškega in MB Rodič.

5.2.1.1 Poslovanje Skupine Pivovarna Laško

Zaradi vključitve Pivovarne Union in Fructala v skupino so rezultati poslovanja za leto 2005 neprimerljivi z rezultati predhodnih let⁵⁴. Opaziti je nižjo prodajo piva iz Laškega in Splita in manj prodane mineralne vode Radenska. Pri ostalih proizvodih je opaziti rahlo rast prodaje, skupni podatki pa zaradi konsolidacije slovenske industrije pijač niso primerljivi, izkazujejo pa izjemno rast.

Poslovanje družb iz Skupine Pivovarna Laško je v prilogi 6.

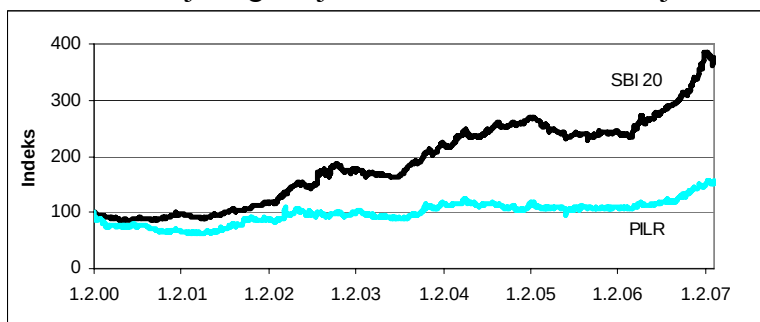
5.2.1.2 Kazalniki poslovanja za Skupino Pivovarna Laško

Skupina je v letu 2005 ustvarila šestkrat več dobička kot v predhodnem letu. Škarje so ostale enako odprte pri prihodkih od prodaje in pri stroških materiala, blaga in storitev. Povečanje dobička je posledica povečanja drugih poslovnih prihodkov z indeksom 411 in z nekoliko nižjo amortizacijo glede na rast prihodkov in stroškov poslovanja. Poslovni izid iz rednega delovanja je v letu 2005 glede na leto 2004 izkazoval nekoliko manjšo rast, kot je bila rast pri poslovnemu izidu iz poslovanja. Skladno s povečanjem zadolženosti so se povečali odhodki iz naslova obresti, znižali pa so se prihodki iz kratkoročnih terjatev. Čisti poslovni izid se je povečal za trikrat, kar je posledica povečanega obsega poslovanja zaradi vključitve Skupine Pivovarna Union v Skupino Pivovarna Laško. V bilanci stanja je moč videti povečanje opredmetenih osnovnih sredstev za enkrat, povečanje finančnih in poslovnih obveznosti za indeks 254, hkrati pa so se za podobno stopnjo povečale tudi kratkoročne finančne naložbe. Zanimiva je vrednost dolgoročnih finančnih naložb, ki znaša le 40 % stanja iz predhodnega leta.

5.2.2 Gibanje cene delnice

Delnica Pivovarne Laško je brez upoštevanja izplačila dividend svoje lastnike bolj slabo nagrajevala. V obdobju, ko je indeks SBI 20 zrasel za več kot 270 odstotkov, je delnica PILR porasla za 57 odstotkov. Zaostajanje gibanja delnice PILR za indeksom je prikazano na sliki 6.

Slika 6: Primerjava gibanja SBI 20 in PILR v obdobju od 2. 1. 2000 do 9. 3. 2007



Vir: Tečajnica Ljubljanske borze, 9. 3. 2007.

⁵⁴ V obdobju pisanja diplome še niso znani rezultati poslovanja za leto 2006.

Vlagatelji niso opazno nagradili želja vodstva družbe pri ustvarjanju »slovenske industrije pijač«. Razlog za zaostajanje gibanja delnice za indeksom je moč najti v zniževanju tržnega deleža, neuspešnem prodoru na tuje in v vedno večji zadolženosti družbe, hkrati pa se v zvezi s Pivovarno Laško nikoli ni špekuliralo o prevzemu družbe. Ostale delnice, pri katerih se je špekuliralo o prevzemu, so po objavi špekulacij porasle. Razlog za odsotnost tovrstnih špekulacij je obvladovanje lastništva Pivovarne Laško, o katerem govori naslednje poglavje.

5.2.3 Obvladovanje družbe in zapiranje lastništva

Pivovarna Laško je od leta 1995 organizirana kot delniška družba. Število delničarjev se stalno zmanjšuje, kar je ob dejstvu, da je zaradi načina privatizacije v slovenskih delniških družbah veliko število malih delničarjev, povsem pričakovano. Gibanje števila delničarjev Pivovarne Laško je v prilogi 7. V tabeli 10 je dinamična predstavitev največjih delničarjev Pivovarne Laško.

Tabela 10: Lastniška struktura Pivovarne Laško na 31. 12. 2005 in 19. 1. 2007

Delež (v %)	31. 12. 2005	19. 1. 2007
Infond Holding d.o.o.	17,45	24,91
Center Naložbe	0	11,40
Kapitalska družba d.o.o.	7,06	7,20
Slovenska odškodninska družba	6,98	0
Sava d.o.o.	4,85	0
BACA AG	4,68	5,52
Perutnina Ptuj	3,63	0
NFD 1 delniški investicijski sklad	0	4,65
VS Triglav steber I.	3,19	3,19

Vir: Letno poročilo 2005 Pivovarna Laško, 2006, str. 43. Delniška knjiga PILR, 19. 1. 2007.

7. februarja 2006 je Slovenska odškodninska družba (SOD) prodala svoj delež v Pivovarni Laško. V približno 20 mio € vredni kupčiji je SOD zamenjal 6,98 % delež v laški družbi za deleža družb Intereuropa in Impol. Na drugi strani transakcije je bil Infond Holding, ki je tako postal 24,45 % delničar družbe iz Laškega. Glavna lastnica družbe Infond Holding je družba Center Naložbe, ki je 31. 1. 2007 kupila približno 10 % družbe Infond Holding. Že pred časom je svoj del Infond Holdinga prodala družba Radenska, ki se uvršča v Skupino Pivovarna Laško.

V prilogi 8 je pajek lastniških povezav okoli družbe Pivovarna Laško. Iz slike 2 v prilogah je moč razbrati, da je skoraj 40 % delnic Pivovarne Laško vezanih pri družbah, ki so Pivovarni Laško blizu. Zakon o prevzemih (ZPre-1) v osmem členu podrobno definira usklajeno delovanje družb. Prvi odstavek omenjenega člena govori o cilju delovanja usklajenih oseb. Glasi se:

»Osebe, ki delujejo usklajeno, so osebe, ki na podlagi izrecnega ali tihega, ustno ali pisno sklenjenega sporazuma sodelujejo in katerih cilj je pridobiti ali utrditi kontrolo nad ciljno družbo ali onemogočiti prevzemniku uspešnost prevzemne ponudbe.«

Značilnost lastniških povezav v družbah okoli Pivovarne Laško je, da so snovalci lastniške mreže skrbno pazili, da z deleži v posameznih družbah ne bi presegli omejitve iz 7. člena ZPre-1.

Ta v prvem in drugem odstavku definira prevzemni prag, ko prevzemnik sam ali skupaj z osebami, s katerimi deluje usklajeno, doseže 25 % delež glasovalnih pravic v družbi.

Finance so 30. 1. 2007 v članku Laščani, s prevzemno ponudbo za Delo na plan! (Sovdat, 2007) senzacionalno zapisale, da sta družbi Infond Holding in Pivovarna Laško usklajeni družbi in jih pozvali k objavi prevzemne ponudbe za Delo d.d. Pivovarna Laško je svoj delež zaustavila pri 24,99 %, Infond Holding pa je s prvim svežnjem začel nabiranje 19,99 % Dela. Čeprav se s Financami strinjam glede usklajenosti delovanja, menim, da so Finance izbrale napačno podlago za obtožbo o usklajenem delovanju. O slednjem namreč ni mogoče govoriti glede na podatke iz delniških knjig, niti na podlagi 15. člena ZPre-1, ki ga je navedla avtorica članka. Agenciji za nadzor trga vrednostnih papirjev ostane le še drugi odstavek 8. člena, ki govori o domnevi usklajenega delovanja, saj so družbe okoli Pivovarne Laško dovolj previdne, da ne bodo delovale na tak način, da bo veljal tretji odstavek, ki govori o tem, da neizpodbitno velja, da družbe delujejo usklajeno.

Zakonodajalec nadzornemu organu ni prepustil instrumenta, s katerim bi lahko usklajeno delovanje v primeru tihih dogovorov dokazal. Dejstvo je, da je bil velik poudarek ob pisanju ZPre-1 na definiranju usklajenega delovanja in povezanih oseb, a je s šolskim prikazom delovanja družb okoli Pivovarne Laško moč prikazati, kako se lahko družbe lastniško kontrolirajo brez dragih in zamudnih prevzemnih ponudb.

Uprava Pivovarne Laško ima na podlagi skupščine dne 9. 8. 2002 možnost, da pet let po vpisu spremembe statuta v sodni register dne 14. 5. 2003 poveča osnovni kapital do 50 %. Hkrati pa ima uprava družbe možnost, da odloča o izključitvi prednostne pravice obstoječih delničarjev do vpisa novih delnic.

Lastniškim povezavam je potrebno dodati tudi mariborsko družbo Zvon Ena Holding. Predsednik uprave te družbe, ki je blizu cerkvenim krogom, je Simon Zdolšek. Kot predstavnik kapitala sedi tudi v nadzornem svetu Pivovarne Laško. Zvon Ena Holding je približno 10 % lastnik družbe Infond Holding, medtem ko ga med prvimi petdesetimi delničarji Pivovarne Laško ne zasledimo. Skoraj 5 % delničar Pivovarne Laško je družba NFD Holding, katere lastnik je z 8,8 % Zvon Ena Holding. Dne 15. 2. 2007 je Zvon Ena Holding prodal delnice Mercatorja in obdržal le manjši delež ljubljanskega trgovca. Kupca sta bili družbi Radenska in Pivovarna Union. Na drugi strani je družba, ki jo nadzoruje mariborska nadškofija preko družbe z omejeno odgovornostjo z imenom Gospodarstvo Rast, isti dan povečala svojo udeležbo v kapitalu Abanke Vipa na 16,08 %.

Predhodnico družbe Zvon Ena Holding je zaslediti tudi v dogajanju okoli nakupa lastniškega deleža Dela, ki je predstavljeno v naslednjem poglavju in ki pojasni ambicije Pivovarne Laško v slovenskem kapitalnem prostoru.

5.2.3.1 Prevzem Časopisne družbe Delo

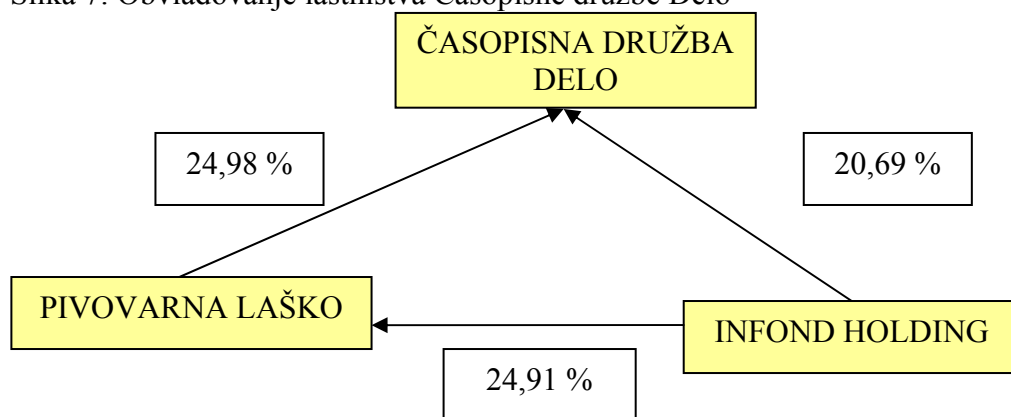
Pivovarna Laško je 24,98 % lastnica časopisne družbe Delo. Delež so 14. 2. 2003 kupili od družbe PID Zvon 1 d.d, iz katere sta potem nastali družbi Zvon ena Holding in Zvon dva Holding. Za nakup so Laščani potrebovali dovoljenje Ministrstva za kulturo, saj so bili pred nakupom posredno lastniško povezani z družbo Infond Holding, ki je lastnica lokalnega radia. Zakon o medijih v 56. členu prepoveduje povezanim osebam imeti več kot 20 % delež v radiodifuznem mediju in splošno-informativnem tiskanem mediju. S strani Pivovarne Laško lastniško zaprta Radenska je imela 21,62 % delež v Infond Holdingu, za upoštevanje zakonsko določene meje 20 % pa je prodala delež do višine 19,97 %. 1,65 % Infond Holdinga je kupila družba Medaljon.⁵⁵ Na ta način so Laščani zadostili zakonskim določilom, ter dokazali, da z Infond Holdingom niso povezane osebe. (Bertoncelj, Ručna, Cajnko Javornik, 2003) Utemeljitev, zakaj se je Pivovarna Laško odločila za nakup časopisne družbe Delo najboljše zajame stavek predsednika uprave Dnevnika, Branka Pavlina (Kučič, 2007)

»Dnevno-informativni časopis, kot je Delo, lahko lastnikom omogoči posredovanje svojih mnenj prek vpliva na uredniško politiko.«

Podobno namiguje tudi predsednik uprave DZS Bojan Petan, ki ob nakupu deleža Dela s strani Pivovarne Laško izključi ekonomsko upravičenost transakcije. (Gerovac, Frankl, 2003)

Dne 1. 2. 2007 je Infond Holding kupil še približno 10 % Dela. Tako naj bi imel v lasti že 20,69 % kapitala časopisne družbe. Na sliki 7 je predstavljen del lastništva Časopisne družbe Delo.

Slika 7: Obvladovanje lastništva Časopisne družbe Delo



Vir: Delniška knjiga PILR, delniška knjiga IFFR, delniška knjiga DELR, 19. 1. 2007, lastni prikaz.

Spretno izogibanje prevzemni zakonodaji omogoča delničarjem družb Pivovarna Laško in Istrabenz velike prihranke. Videli smo delovanje Istrabenza pri Drogi in Kolinski, vidimo delovanje Pivovarne Laško pri Delu, predstavljen je bil nakup Mercatorja s strani obeh holdinških družb. Ponudba za Maksimo Holding je bila po mnenju poznavalcev nižja od poštene vrednosti družbe. Že pred Istrabenzom je podoben maneuver z družbo Infond Holding izvedlo Laško. Revija Manager piše (Cajnko Javornik, 2006), da je Pivovarna Laško s sodelovanjem z

⁵⁵ O družbi Medaljon je bilo govora že v delu o prevzemu Maksime Holding in parkiranju delnic za Istrabenz.

vlado v treh transakcijah uspela prihraniti 10,2 milijarde SIT (42,5 milijonov €). Grahek v Financah piše (Grahek, 2005):

»Istrabenz in Laško sta postala simbol za spretno izogibanje določbam veljavne prevzemne zakonodaje, saj sta si z roko v roki ali sama s pomočjo družb, katerih pomemben solastnik sta, zagotovila prevladujoč vpliv v nekaterih največjih slovenskih družbah«

Pri zgodbi o obvladovanju medijskega prostora v Sloveniji je potrebno vedeti, da je Infond Holding, katerega lastniške povezave in delovanje uvrščajo med družbe, ki so s Pivovarno Laško usklajene, kupil 20 % Časopisno založniškega podjetja Večer d.d. Dne 17.1.2007 Finance pišejo, da je Infond Holding na Ministrstvo za kulturo izdal vlogo za pridobitev več kot 60 odstotnega deleža v Večeru (Matejčič, 2007).

Večer ima v povprečju približno 50000 izvodov dnevne prodaje, kar je primerljivo s prodajo Dnevnika in nekoliko manj, kot znaša dnevna prodaja Dela. S kontroliranjem Večera in Dela, obvladuje Pivovarna Laško po hitrem izračunu več kot 60 % prodanih dnevno-informativnih časopisov.⁵⁶

Poslovni primer Pivovarne Laško tako predstavi še eno slovensko holdinško družbo in njeno delovanje. Znova je bilo mogoče jasno videti željo vodstva podjetja ne le voditi podjetje, temveč tudi biti njegov lastnik. V ta namen so vodilni napravili mrežo prijateljskih družb, s katero so oblikovali nekoliko bolj ohlapen holding. Zaenkrat lahko uradno govorimo le o eni osnovni dejavnosti družbe, a kot je bilo predstavljeno v točki 5.2, nastaja ena kapitalsko močnejših združb v Sloveniji. Razlog je povsem enostaven: uspešnost poslovanja v osnovni dejavnosti ne prinaša več zadovoljivih rezultatov. Vodstvo podjetja je ocenilo, da je strategijo rasti podjetja lažje zasledovati s širitvijo na nova poslovna področja. Vlagatelji bodo težje ocenili poslovanje družbe, povečala pa se bo moč in ugled vodstva, saj bo vodilo večji poslovni sistem. Nova poslovna področja bodo hkrati zagotavljala podporo osnovni dejavnosti. Najbolj osnoven primer te logike je nakup deleža v Mercatorju, s katerim lahko Pivovarna Laško posredno vpliva na odločitve o uvrščanju izdelkov na prodajne police, prav tako pa so preko kapitalskih povezav uspeli zmanjšali konkurenco na enem od ključnih trgov. Kot pri predstavitvi poslovnega primera podjetja Istrabenz se tudi pri Pivovarni Laško ponavlja dobro sodelovanje uprave družbe z vladajočo koalicijo, s katerim so uspeli poceni pridobiti pomembne deleže v slovenskih podjetjih.

Delovanje tako Pivovarne Laško kot tudi Istrabenza meče temno luč na mlado pravno državo, kot je Slovenija. Tožbe proti državi v Bruslju zaradi nepregledne prodaje deleža v Mercatorju in branjenje nacionalnega interesa ob najmanjšem zanimanju tujcev za slovenska podjetja so vsekakor delovanja, ki tuje investitorje odvrnejo od investicij v Slovenijo. Tuje investicije so ob vseh pomanjkljivostih, ki jih omenjajo zagovorniki nacionalnega interesa, nujne, saj prinesejo racionalizacijo poslovanja, zagotovijo nova znanja, pomagajo utrditi blagovne znamke in predstavljajo razvojni zagon. Tuje investicije tudi zaradi delovanja države in holdingov ter zaradi odsotnosti učinkovitih nadzornih organov nimajo pomembne vloge v razvojnem potencialu

⁵⁶ V izračun sem štel povprečne dnevne prodaje dnevnih izdaj Dela, Dnevnika, Večera in Financ.

Slovenije. Delovanje obeh holdinški podjetij tako ni škodljivo le za deležnike obeh družb, temveč za celotno državo. Na kapitalskem trgu tako zmanjkuje zanimivih podjetij. Iztis malih delničarjev in spretno izogibanje zakonodaji sta za delovanje slovenskih holdingov pomembnejša kot doseganje poslovnih rezultatov iz dejavnosti. Ocenjevanje sinergij zaradi združevanja različnih delov podjetja je nekaj, kar v obširni literaturi in virih, ki so bili uporabljeni pri pisanju o obeh poslovnih primerih, ni bilo niti omenjeno. Ravno to bi morali biti razlogi, ki podjetja vodijo v prevzeme in združevanja. V ZDA so to podjetja ugotovila v četrtem prevzemnem valu. Odprodaja delov podjetij je proces, ki Slovenijo in vlagatelje v slovenska podjetja najverjetneje še čaka enkrat v prihodnosti. Le želimo si lahko, da bo vsaj ta del delovanja holdingov potekal pregledno in da bodo vsi, ki bodo v tem procesu udeleženi, stremeli k povečanju vrednosti za vse, predvsem pa da ne bo prihajalo do bogatenja na račun šibkejših udeležencev.

6 SKLEP

V diplomskem delu sem poskušal odgovoriti na vprašanje, ali je koncept holdingov za lastnike smiseln. Pri tem sem pregledal obsežno literaturo, predvsem iz anglosaksonskega in germanskega področja. Avtorji pri svojih analizah uporabljajo različne dejavnike, s katerimi pojasnjujejo odločitev podjetij za širjenje na nova poslovna področja. Strniti jih je mogoče v vzgibe zaradi želja managementa po obvladovanju podjetij in izkoriščanja internih trgov kapitala. Pri proučevanju uspešnosti podjetij pri ustvarjanju holdingov so avtorji prišli do povsem nasprotnih ugotovitev. Starejša literatura, ki je v osnovi opravičevala dogajanje v tretjem prevzemnem valu, je prednosti videla v internem trgu kapitala in nepopolno koreliranih donosih posameznih delov podjetja, ki v poslovanje prinašajo določeno stabilnost. Argumente teh avtorjev so v veliki meri ovrgle novejša raziskave, ki so pri vrednotenju holdingov odkrile diskont. To pomeni, da holdingi izkazujejo nižjo vrednost glede na primerljiva podjetja iz podobnih panog.

Razvila sta se dva modela za vrednotenje holdingov. Prvi model je tobinov q , drugi model pa vrednotenje s pripisano vrednostjo posameznih delov podjetja. Vsak model ima prednosti in pomanjkljivosti, a avtorji s pomočjo obeh modelov pridejo do podobne ugotovitve: holdingi izkazujejo diskont. Enega najbolj markantnih prispevkov pri določanju diskonta holdinga sta dala avtorja Berger in Ofek (1995), ki sta pri svojem proučevanju ugotovila, da holdingi izkazujejo diskont glede na primerljiva podjetja v višini 13–15 %. Prav tako zanimivo analizo sta napravila Mansi in Reeb (2002), ki pa sta gledala na podjetje s stališča posojilojemalca kot tudi s stališča posojilodajalca. Njuna glavna ugotovitev je, da holdingi izkazujejo diskont za lastnike, ker se znižanje tveganja zaradi širitve poslovanja pretoči od posojilojemalca k posojilodajalcu. Pri tem pogledu je ključna zadolžitev podjetja. Zaključila sta, da imajo holdingi z večjo stopnjo zadolženosti večji diskont kot holdingi z manjšim dolgom.

Tretjemu prevzemnemu valu, v katerem je v glavnem prihajalo do širitev poslovanja na nova poslovna področja, je sledil val, v katerem so podjetja prodajala prej pridobljena premoženja iz

drugih dejavnosti. Osredotočanje na osnovno dejavnost je bilo s strani trga sprejeto pozitivno, kar se je odrazilo v rasti cen delnic holdinških podjetij in odcepljenih podjetij.

V drugi polovici diplomskega dela sem se osredotočil na dve slovenski holdinški podjetji - Istrabenz in Pivovarno Laško. Za ti dve podjetji sem se odločil, ker po mojem mnenju najboljše odražata koncept holdinga med vsemi slovenskimi javnimi družbami. V proučevanje bi lahko vključil tudi kranjsko Savo, ljubljanski holding ACH (nekdanji Autocommerce); tudi celjski Engrotuš se agresivno širi na nova poslovna področja (slednja ni delniška družba), a vseeno menim, da bi bile ugotovitve skladne z ugotovitvami proučevanja poslovanja in poslovnih povezav holdinških družb Istrabenz in Pivovarne Laško.

Poglavji sta strukturirani podobno. V uvodu je na kratko predstavljeno podjetje in poslovanje posameznih delov ter skupine. Sledi predstavitev gibanja cene delnice, s katero lahko hitro ugotovimo, kakšen je interes investitorjev za poslovni model obeh družb. Da pretiranega interesa ni, so krivi dejavniki, ki so predstavljeni v podpoglavjih z istima naslovoma – obvladovanje družbe in zapiranje lastništva.

Poslovanje obeh holdinških družb ni v skladu s pričakovanji lastnikov, vodstva in splošne javnosti. Družbi sta izdatno povečali zadolženost. Pri Istrabenzu se poraja vprašanje, ali je kadrovsko sposoben uresničiti zastavljene projekte. Najbolje poslujoča divizija je divizija energetike, katere lastnosti so vsaj v osnovi podobne panogi, iz katere družba izhaja. V vseh ostalih panogah je poslovanje zaradi raznovrstnih razlogov še vedno pod načrti. Družbi Pivovarna Laško prodaja pijač pada, neuspešna je tudi širitev na tuje trge.

Pomemben dejavnik poslovanja obeh družb so dobri odnosi z vladajočo koalicijo in na trenutke vsaj moralno, če že zakonsko ne, sporno delovanje v škodo malim delničarjem. Paradoks Pivovarne Laško je, da družba obvladuje večino slovenskega trga listnatih medijev, a ne daje izjav za medije, saj za njih to dela Spem, komunikacijska skupina. Letna poročila družbe so skopa z informacijami o načrtih družbe, podrobnostih o poslovnih dogodkih in opis ostalih dejavnosti Skupine. Nepreglednost delovanja je vsekakor eden od dejavnikov, ki investitorja odvrne od lastniške udeležbe v kapitalu družbe.

Eden od ciljev obeh družb je povečevanje vrednosti premoženja za lastnike, do česar naj bi prihajalo z rastjo cene delnice na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. V zadnjih nekaj letih sta delnici rasli skladno s trgom ali slabše. Tudi dividendna donosnost v višini približno dveh odstotkov pri Istrabenzu in še manj pri Pivovarni Laško ne more nadomestiti pomanjkanja rasti delnice. Racionalni investitorji vedno pogledajo tudi lastniško strukturo potencialne naložbe. V obeh sklopih predstavitev podjetij sem večji poudarek namenil lastniškim povezavam. Trdim, da mali delničarji na podlagi videne pri Drogi Kolinski, Maksimi holding, Mercatorju, Infond Holdingu, Delu itn. ne vidijo lastnega interesa v investiciji v delnice obeh holdinških družb. Uprava Istrabenza je ob predstavitvi strateškega poslovnega načrta dejala, da bodo sedaj projekti imeli dve leti časa, da se dokažejo. V primeru nedoseganja ciljev bodo ustrezno ukrepali. Pozoren bralec lahko tukaj zasluti namig na morebitne odprodaje naložb in s tem, kot je bilo

pokazano v četrtem poglavju o dezinvesticijah, tudi na povečevanje premoženja lastnikov. Istrabenz in Pivovarna Laško sta tukaj v drugačnem položaju kot primerljive ameriške družbe. To trdim zato, ker sta do premoženja prišli ceneje, bodisi zaradi pomoči aktualne oblasti bodisi zaradi izmikanja prevzemni zakonodaji. Dezinvesticije bodo po predhodni sanaciji in racionalizaciji poslovanja poceni pridobljenih družb povečale premoženje lastnikov. Vprašanje je le, koliko bo ob objavi prodaj še prostora za male delničarje.

Ali je torej početje proučevanih podjetij smiselno? Rezultati poslovanja večine divizij in delov podjetja zaostajajo za pričakovanji. Obe družbi iščeta vedno nove panoge, kamor bi plasirali svoja sredstva. Slovenska industrija je s prihodom tuje konkurence pod čedalje večjim pritiskom, zato je enostavno povečevanje prihodkov in predvsem izboljšanje poslovnega izida veliko težje. Zaradi tega sta obe podjetji strateško usmerjeni na trge, kjer te konkurence še ni oz. še ni tako razvita kot v Sloveniji – to je na Balkan. Na slovenskem trgu sta družbi udeleženi v malverzacije z vrednostnimi papirji in finančne operacije, s katerimi s tihim soglasjem vlade izboljšujeta rezultate poslovanja, obenem pa posredno in tudi neposredno kontrolirata čedalje večji delež slovenske industrije.

Na dolgi rok to ni vzdržno, saj podjetji nimata *know-howa* za realiziranje sinergij vseh raznovrstnih delov podjetja. Kupovanja poceni na račun malih delničarjev, reorganizacij z odpuščanjem delovne sile, prodaje nepremičnin, selitve proizvodnje ter s časom prodaja očiščenih družb žal tega ni moč ponavljati v nedogled.

V odgovor na vprašanje iz naslova diplomskega dela, ali je koncept holdingov za lastnike še vedno smiseln, lahko pritrdim; vendar pritrdilni odgovor drži le delno. Koncept je smiseln za večje lastnike Istrabenza in Pivovarne Laško, ki pa zasledujejo drugačne cilje, kot so cilji navadnega finančnega investitorja. Ti cilji so z lastniškim obvladovanjem družbe preko povezanih oseb pridobiti nadzor nad podjetjem. Nadzorna sveta, ki sta očitno naklonjena upravi, nerazumevanje delovanja podjetij s strani širše javnosti in tiho odobravanje politike, pričajo o tem, da imajo večji lastniki povsem proste roke pri uresničevanju zastavljenih ciljev. Za vse ostale potencialne lastnike pa koncept holdingov ni smiseln, saj bi se ob razbitju podjetja na več manjših podjetij izboljšala preglednost poslovanja, olajšalo bi se vrednotenje, delnice teh podjetij bi najverjetneje ob dobrem poslovanju postale zanimivejše, hkrati pa bi se povečalo število zanimivih podjetij na slovenskem kapitalskem trgu.

LITERATURA

1. Amihud Yakov, Baruch Lev: Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *Bell Journal of Economics*: Santa Monica, 12 (1981), str. 605 – 617.
2. Ansoff H. Igor: *Corporate Strategy*. New York : McGraw Hill, 1965. 253 str.
3. Berger G. Philip, Ofek Eli: Diversification's Effect on Firm Value. New York : *Journal of Financial Economics*, 37 (1995); str. 39 – 65.
4. Berk et al.: *Poslovne finance*. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 292 str.
5. Bertoneclj Mateja, Ručna Nataša, Cajnko Javornik Vita: Laško z manevrom do četrtine Dela. [URL: <http://www.finance.si/?MOD=show&id=40953>], 13. 2. 2003.
6. Bertoneclj Mateja, Sovdat Petra: Laščani neuradno v Pivaro MB, kmalu tudi v Pečko pivaro. [URL: <http://www.finance.si/?MOD=show&id=150759>], 18. 4. 2006.
7. Bhagat et al.: Hostile Takeovers in the 1980's: The Return to Corporate Specialization. B.k. : *Brookings Papers on Economic Activity*, 1990. 1 – 84 str.
8. Billett T. Matthew, Mauer C. David: Cross-subsidies, External Financing Constraints, and the Contribution of the Internal Capital Market to Firm Value. *Oxford : The Review of Financial Studies*, 16 (2003), str. 1167 – 1201.
9. Black Fischer, Scholes Myron: The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, Chicago, 81 (1973), str. 637 – 654.
10. Bolton Patrick, Sharfstein S. David: A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting. *American Economic Review*, Columbia, 80 (1990), 1, str. 93 – 106.
11. Burch R. Timothy, Nanda Vikram, Narayanan M. P.: Industry Structure and the Conglomerate »Discount«: Theory and Evidence. Michigan : University of Michigan Business School, 2001. 39 str.
12. Cajnko Javornik Vita: Osvajanje medijev nas je stalo že 11 milijard. [URL: <http://www.manager-on.net/show.php?id=146610>], 3. 3. 2006.
13. Campa J. Manuel, Hernando Ignacio: Shareholder Value Creation in European M & As. Oxford : *European Financial Management*, 10 (2004), 1, str. 47 – 81.
14. Cirman Primož: Janša me ne potrebuje, niti mu nisem na voljo. [URL: http://www.delo.si/index.php?sv_path=43,49&so=Sobotna+priloga&da=20060107&ed=&pa=4&ar=956faecba080cb097300ec53da7c8d904&fromsearch=1], 7. 1. 2006.
15. Cirman Primož, Tekavec Vanja: Prevzem ali šah mat v eni potezi. [URL: http://www.delo.si/index.php?sv_path=43,49&so=Delo&da=20061107&ed=0&pa=9&ar=d9cd3b242cd81b1862def42787dc5e5904&fromsearch=1], 7. 11. 2006.
16. Coase H. Ronald: The Nature of the Firm. *Economica*, New Series, Ames, 4 (1937), 16, str. 386 – 405.
17. Copeland E. Thomas, Weston J. Fred: *Financial Theory and Corporate Policy*. Boston : Addison – Wesley Publication, 1983. 795 str.
18. Daley Lane, Mehrotra Vikas, Sivakumar R.: Corporate Focus and Value Creation: Evidence from Spin-offs'. *Journal of Financial Economics*, New York, 45 (1997), str. 257 – 281.
19. Drucker Peter: Why Some Mergers Work and Many More Don't. *Forbes*. New York, 18.1.1982, str. 36.
20. Gerovac Ksenija, Frankl Peter: Bojan Petan: DZS ni več zainteresiran za Delo, definitivno ne. [URL: <http://www.finance.si/?MOD=show&id=40386>], 5. 2. 2003.
21. Graham R. John, Lemmon L. Michael, Wolf G. Jack: Does Corporate Diversification Destroy Value? *Journal of Finance*, Berkeley, 57 (2002), 2, str. 695 – 720.
22. Grahek: Prijatelja prihranila 162 milijard. [URL: <http://www.finance.si/?MOD=show&id=137122>], 15. 11. 2005.

23. Grahek Andraž, Tomažin Matej: Laškemu in Istrabenzu devet milijard pomoči. [URL: <http://www.finance.si/?MOD=show&id=130709>], 12. 9. 2005.
24. Hamel Gary, Prahalad C. K.: The Core Competence of the Corporation. Harvard Business Review, Boston, 103 (1990), str. 79 - 91.
25. Hubbard R. Glenn, Palia Darius: A Re-Examination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Markets View. National Bureau of Economic Research, Working Paper 6539. Cambridge, (1998), str. 1131 – 1152.
26. Jenko Miha, Šuligoj Boris: Z mirno vestjo do vseh slovenskih politikov. [URL: http://www.delo.si/index.php?sv_path=43,49&so=Sobotna+priloga&da=20040724&ed=&pa=4&ar=272e38435c94768f86befda38235621404&fromsearch=1], 24. 7. 2004.
27. Jensen C. Michael, Meckling H. William: Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, New York, 3 (1976), 4, str. 305 – 360.
28. Jensen C. Michael: Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. American Economic Review, Columbia, Papers and Proceedings 76 (1986), str. 323 – 329.
29. Kaplan N. Steven, Mitchell L. Mark, Wruck H. Karel: A Clinical Exploration of Value Creation and Destruction in Acquisitions: Organizational Design, Incentives and Internal Capital Markets. Chicago : University of Chicago, Working Paper, 1997. 60 str.
30. Kaplan N. Steven, Weisbach S. Michael: The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures. Cambridge : National Bureau of Economic Research, Working Paper 3231, 1990. 32 str.
31. Kerčmar Petra: Največje oškodovanje državne lastnine. [URL: http://24ur.com/bin/article.php?article_id=3060722], 9. 9. 2005.
32. Kleinert Jörn, Henning Klodt: Causes and Consequences of Merger Waves. Kiel : Kiel Institute of World Economics, Kiel Working Paper No. 1092, 2002. 28 str.
33. Košir Matej: Gen Energija odkupila pol Istrabenza Gorenja. [URL: http://www.delo.si/index.php?sv_path=41,36,163188&fromsearch=1], 6. 10. 2006.
34. Kovač Bogomir: Komentar: Istrabenzova vizija. [URL: http://www.profit-on.net/index.php?id=8&lang=sl&article_id=57], 28. 9. 2005.
35. Kučič J. Lenart: Medijski trg. [URL: <http://mediawatch.mirovni-institut.si/bilten/seznam/19/trg/>], 1. 3. 2007.
36. Lamont Owen: Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets. Journal of Finance, Berkeley, 52 (1997), str. 83 – 109.
37. Lang Larry, Stulz Rene: Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance. Journal of Political Economy, Chicago, 102 (1994), str. 1248 - 1280.
38. LeBaron Dean, Speidell Lawrence: Why are the Parts Worth More than the Sum? Chop Shop, a Corporate Valuation Model. Boston : Federal Reserve Bank of Boston, 1987, str. 78 – 95.
39. Lewellen G. Wilbur: The Ownership Income of Management. Berkeley : Journal of Finance, 26 (1971), 5, str. 1197 – 1298.
40. Majd Saman, Myers C Stewart: The Effects of Taxation on Capital Accumulation. Cambridge : National Bureau of Economic Research, Working Paper 1779-86, 1986. 54 str.
41. Maksimovic Vojislav, Phillips Gordon: Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently Across Industry? Theory and Evidence. Journal of Finance, Berkeley, 57 (2002), 2, str. 721 – 767.
42. Mansi A. Sattar, Reeb M. David: Corporate Diversification: What Gets Discounted? Journal of Finance, Berkeley, 57 (2002), 5, str. 2167 – 2183.
43. Markowitz M. Henry: Portfolio Selection. Journal of Finance, Berkeley, 7 (1952), 1, str. 77 – 91.

44. Matejčič Katarina: Infond dal vlogo za Večer, za Delo pa ne. [URL: <http://www.finance.si/?MOD=show&id=172780>], 17. 1. 2007.
45. Matsusaka G. John: Takeover Motives During the Conglomerate Merger Wave. *RAND Journal of Economics*, Santa Monica, 24 (1993), str. 357 – 379.
46. Maug Ernst: *Konzerne im Kontext der Kapitalmärkte*. Berlin : Humboldt – Universität zu Berlin, 2001. 36 str.
47. McGee S. John: *Efficiency and Economies of Size*. Boston : Industrial Concentration: The New Learning, 1974. 66 str. ,
48. Miković Mladen, Sovdat Petra: Maksimo Holding v bistvu prevzema Drobnak. [URL: <http://www.finance.si/?MOD=show&id=167155>], 3. 11. 2006.
49. Montgomery Cynthia: Corporate Diversification. *Journal of Economic Perspectives*, Pittsburgh, 8 (1994), str. 163 – 178.
50. Nayyar R. Praveen: Performance Effects of Information Asymmetry and Economies of Scope in Diversified Service Firms. *The Academy of Management Journal*, Briarcliff Manor, 36 (1993), 1, str. 28 - 57.
51. Novković Goran: Intervju: Predsednik uprave Perutnine Roman Glaser: » Ne vidim razloga, da bi kupovali trgovca«. [URL: <http://www.finance.si/?MOD=show&id=130064>], 5. 9. 2005.
52. Novković Goran, Frankl Peter, Sovdat Petra: Zmagovalec tranzicije. [URL: <http://www.finance.si/?MOD=show&id=140912>], 27. 12. 2005.
53. Pavlin Barbara: Skrivnostni konec tandem. [URL: http://www.mladina.si/tehdnik/200611/clanek/slo--gospodarstvo-barbara_pavlin/], 13. 3. 2006.
54. Polanič Matjaž, Rankov Suzana: Prevzem Maksime: Istrabenz hiti s konsolidacijo lastništva. [URL: http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/210005/], 4. 11. 2006.
55. Porter E. Michael: *From Competitive Advantage to Corporate Strategy*. Boston : Harvard Business Review, 65 (1987), 50 str.
56. Potič Zoran: Združitev je najlažja, težave nastopijo kasneje. [URL: <http://www.vecer.com/arhiv/default.asp?jezi=SLO&kako=4>], 19. 2. 2005.
57. Prašnikar Janez: *Uvod v mikroekonomijo*. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1999. 326 str.
58. Rajan Raghuram, Servaes Henri, Zingales Luigi: The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment. *Journal of Finance*, Berkeley, 2000. 78 str.
59. Rankov Suzana, Polanič Matjaž: Oškodovani delničarji Istrabenza. [URL: http://www.dnevnik.si/tiskane_izdaje/dnevnik/210319/], 7. 11. 2006.
60. Ravenscraft J. David, Scherer F. M.: *Mergers, Sell-offs & Economic Efficiency*, Washington : The Brookings Institution, 1987. 290 str.
61. Rednak Andreja: A. Starina Kosem: Prodaja Mercatorja zakonita, cena pa poštena. [URL: <http://www.finance.si/?MOD=show&id=165333>], 12. 10. 2006.
62. Repovž Mija: Če je ekipa dobra, finance niso problem. [URL: http://www.delo.si/index.php?sv_path=43,49&so=Sobotna+priloga&da=20030308&ed=&pa=4&ar=c065323f79959261ce890c962ec6b0f304&fromsearch=1], 8. 3. 2003.
63. Ručna Nataša, Sovdat Petra: Intereuropa prodala Adriafin zaradi novih naložb. [URL: <http://www.finance.si/?MOD=show&id=163204>], 18. 9. 2006.
64. Rumelt P. Richard: *Strategy, Structure and Economic Performance*. Boston : Division of Research, Harvard University, 1974. 257 str.
65. Scharfstein David: The Dark Side of Internal Capital Markets II: Evidence from Diversified Conglomerates. Cambridge : National Bureau of Economic Research, Working Paper 6352, 1998. 38 str.
66. Schwetzler Bernhardt, Reimund Carsten: *Conglomerate Discount and Cash Distortion: New Evidence from Germany*. Arbeitspapier Nr. 60. Leipzig : HHL, 2003. 33 str.

67. Shleifer, Andrei, Vishny W. Robert: Management Entrenchment: The Case of Manager Specific Investments. *Journal of Financial Economics*, New York, 25 (1989), str. 123 - 139.
68. Shleifer Andrei, Vishny W. Robert: Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications. B.k. : *Strategic Management Journal*, 12 (1991), str. 51 – 59.
69. Sovdat Petra: I. Bavčar zanikal svojo izjavo o pogodbi s Sodom. [URL: <http://www.finance.si/?MOD=show&id=143367>], 27. 1. 2006.
70. Sovdat Petra: Primorci v Banki Koper še pet let. [URL: <http://www.finance.si/?MOD=show&id=158894>], 24. 7. 2006.
71. Sovdat Petra: Laščani, s prevzemno ponudbo za Delo na plan! [URL: <http://www.finance.si/?MOD=show&id=173890>], 30. 1. 2007
72. STA: Istrabenz usmerjen v konsolidacijo. [URL: http://www.delo.si/index.php?sv_path=41,36,169477&fromsearch=1], 6. 11. 2006.
73. Stein C. Jeremy: Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources. *Journal of Finance*, Berkeley, 25 (1997), str. 111 – 133.
74. Stigler J. George: Monopoly and Oligopoly by Merger. *American Economic Review*, Columbia, 40 (1950), 2, str. 23 - 34.
75. Šuligoj Boris: Istrabenz Turizem v kadrovskih stiskah. [URL: http://www.delo.si/index.php?sv_path=43,49&so=Delo&da=20061020&ed=0&pa=10&ar=256340227d45afeda098d6cfe70dba4b04&fromsearch=1], 20. 10. 2006.
76. Šurla Silvester: Upravlavec Bavčarjevega parkirišča. [URL: http://www.mag.si/index.php?option=com_content&task=view&id=594&Itemid=55], 13. 1. 2007.
77. Tanackovič Tatjana: Istrabenzov turizem išče rešitelja. [URL: http://www.dnevnik.si/tiskane_izdaje/dnevnik/207266/], 19. 10. 2006.
78. Tušek Franci: Korporacijsko upravljanja in konflikt interesov v primeru vstopa dobavitelja v lastniško strukturo podjetja: primer Poslovni sistem Mercator. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2006. 90 str.
79. Viršek Damjan: Verige naftnih družb. [URL: http://www.delo.si/index.php?sv_path=43,49&so=Sobotna+priloga&da=20040828&ed=&pa=4&ar=3ab74af2cd2ea05464244f39d622e13e04&fromsearch=1], 28. 8. 2004.
80. Weston J. Fred, Weaver C. Samuel: Mergers and Acquisitions: The McGraw Hill Executive MBA Series. New York : McGraw Hill, 2001. 264 str.
81. Williamson E. Oliver: Markets and Hierarchies. New York : Free Press, 1975, str. 132 – 154.
82. Wrapp H. Edward: Don't Blame The System, Blame the Managers. *Dun's Review*. New York : Dun & Bradstreet, Inc, 116 (1980), str. 82.
83. Žerdin H. Ali: Vojna za mehurčke. [URL: <http://www.mladina.si/tehdnik/200229/clanek/lasko-union2002/>], 22. 7. 2002.
84. Žugelj Damjan: Pravnoorganizacijske oblike formalnih skladov tveganega kapitala. Podjetniški informator, Ljubljana, 2003, 4, str. 16 – 21.

VIRI

1. De Paula Lico Roberto: Dictionary of Financial and Business Terms. B.k., B.I., 155 str.
2. Devetmesečno poročilo o poslovanju družbe Pivovarna Laško d.d. Laško : Pivovarna Laško d.d., 2006. 3 str.
3. Direktiva o notranjem trgu z električno energijo (96/92/EC), 1996. Str. 10.
4. Letno poročilo 2005. Koper: Banka Koper d.d., 2006. 86 str.

5. Letno poročilo 2005. Ljubljana : Droga Kolinska d.d., 2006. 144 str.
6. Letno poročilo 2005. Koper : Istrabenz d.d., 2006. 342 str.
7. Letno poročilo 2005. Laško : Pivovarna Laško d.d., 2006. 92 str.
8. Nerevidirani, nekonsolidirani računovodski izkazi za leto 2006 družbe Pivovarna Laško d.d. Laško : Pivovarna Laško d.d., 2007. 12 str.
9. Povzetek letnega poročila 2005. Kranj : Sava d.d., 2006. 55 str.
10. Smernice strateškega razvoja Skupine Istrabenz. Koper : Istrabenz d.d., 2002. 35 str.
11. Gen energija. [URL: <http://www.gen-energija.si/>], 27. 12. 2006
12. Klirinško depotna družba. [URL: <http://www.kdd.si/>], 19. 1. 2007.
13. Ljubljanska borza. [URL: <http://www.ljse.si/>], 9. 3. 2007.
14. Slovenska oglaševalska zbornica. [URL: http://www.soz.si/projekti_soz/preglednica_revidiranih_prodatih_naklad/], 20. 2. 2007.
15. Seonet. [URL: <http://seonet.ljse.si/menu/default.asp>], 27. 2. 2007.
16. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 42/2006).
17. Zakon o medijih (Uradni list RS, št. 35/2001).
18. Zakon o preprečevanju korupcije (Uradni list RS, št. 2/2004).
19. Zakon o preprečevanju omejevanja konkurence (Uradni list RS, št. 99/2004).
20. Zakon o prevzemih (Uradni list RS, št. 79/2006).

PRILOGE

Priloga 1: Berger Ofek model

Priloga 2: Organizacijska struktura družbe Istrabenz

Priloga 3: Zgodovina družbe Istrabenz

Priloga 4: Poslovanje divizij družbe Istrabenz

Priloga 5: Kazalniki in poslovanje družbe Pivovarna Laško

Priloga 6: Poslovanje družb iz skupine Pivovarna Laško

Priloga 7: Delničarji Pivovarne Laško

Priloga 8: Pivovarna Laško in lastniške povezave

Priloga 9: Delničarji Banke Koper

Priloga 1: Berger Ofek model

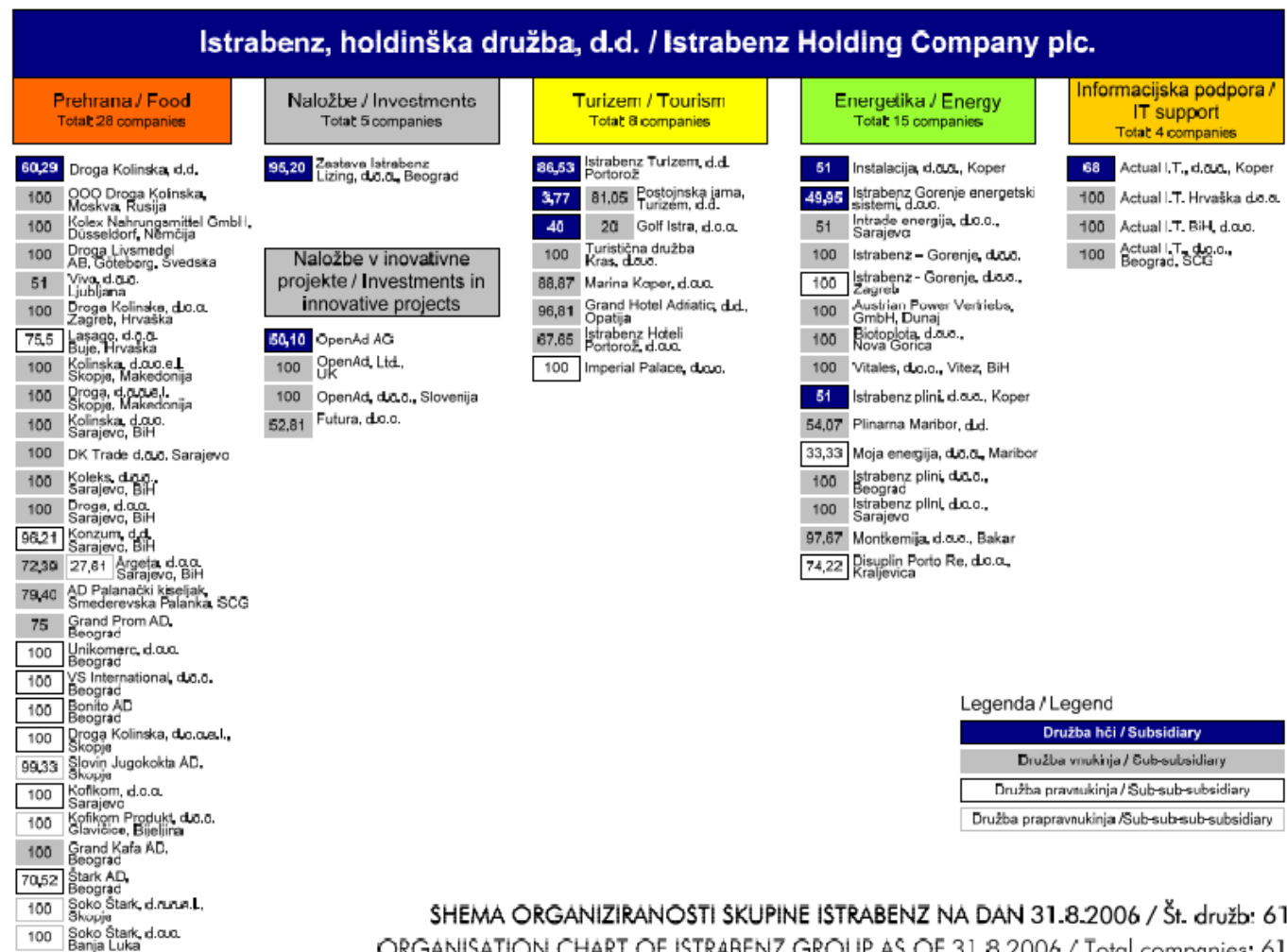
Tabela 1: Značilnosti segmentov pri Berger Ofek modelu

	PODJETJA Z ENIM SEGMENTOM			PODJETJA Z VEČIMI SEGMENTI			RAZLIKA	
	mediana	povprečje	stand. odklon	mediana	povprečje	stand. odklon	mediana	povprečje
KARAKTERISTIKE NA NIVOJU PODJETJA								
Število segmentov	1,000	1,000	0,000	3,000	2,885	1,088	2,000	1,885
Celotni kapital (mio \$)	116	878	486	316	1961	4734	200	1
Celoten dolg na sredstva	0,257	0,278	0,217	0,290	0,305	0,191	0,033	0,026
Za industrijo prilagojen vzvod	0,000	0,027	0,198	0,029	0,041	0,193	0,029	0,014
Davki na prodajo	0,016	0,027	0,044	0,017	0,240	0,039	0,000	-0,003
Za industrijo prilagojeni davki	0,000	-0,001	0,023	0,000	-0,002	0,015	0,000	-0,001
Število opazovanj	10.948			5.233				
KARAKTERISTIKE NA NIVOJU SEGMENTOV								
Prodaja segmentov (mio \$)	123	776	4224	116	649	2033	-7	-127
Sredstva segmentov (mio \$)	106	784	3494	92	549	1662	-14	-235
Capex / prodajo	0,044	0,087	0,136	0,045	0,101	0,176	0,001	0,014
Negativni denarni tok segmentov	0,000	0,082	0,274	0,000	0,090	0,286	0,000	0,008
Število opazovnj	10.948			15.093				

Vir: Berger, Ofek, 1995, str. 44, 45.

Priloga 2: Organizacijska struktura družbe Istrabenz

Slika 1: Organizacijska struktura družbe Istrabenz, holdinška družba d.d.



Vir: Letno poročilo 2005, str. 29.

Priloga 3: Zgodovina družbe Istrabenz

1 Zgodovina družbe

Podjetje Istrabenz je bilo ustanovljeno leta 1948 kot družba z omejeno odgovornostjo, katere osnovna dejavnost je bila trgovina na debelo in drobno s pogonskimi sredstvi. V obdobju do osamosvojitve Slovenije je družba delovala na slovenskem področju in pokrivala okoli 20 odstotkov trga naftnih derivatov. Leta 1992 je Istrabenz podpisal pogodbo za ustanovitev skupne družbe OMV ISTRRA d.o.o., Koper z avstrijsko delniško družbo OMV AG Dunaj in s hrvaško naftno družbo, ki se je kasneje preimenovala v OMV Istrabenz. Leta 1996 je bil v Sloveniji zaključen proces lastninskega preoblikovanja, Istrabenz je bil vpisan v register podjetij kot holdinška družba Istrabenz d.d. Leta 2003 je družba sprejela strateško usmeritev razvoja treh divizij (stebrov poslovanja). Ti stebri poslovanja so Energetika, Turizem in Naložbe. Naslednje leto je Istrabenz sprejel odločitev o prodaji deleža v skupni družbi OMV Istrabenz delu avstrijskega podjetja OMV z imenom OMV Refining & Marketing Dunaj. V letu 2005 je podjetje prevzelo družbo Kolinska d.d., ki se je kasneje združila z Drogo d.d. Zaradi tega so v Skupini Istrabenz spremenili strateško usmeritev in dodali novo divizijo Prehrana. Istrabenz je z nakupom deleža vstopil v lastniško strukturo družbe Poslovni sistem Mercator, katerega dejavnost je trgovina na debelo in drobno z izdelki široke potrošnje.¹

Hiter pogled na dejavnosti podjetja nam pove, da Holdinška družba Istrabenz povsem zadošča vsem kriterijem, ki so jih za uvrstitev podjetij v holdinge postavili različni avtorji. Podjetje ima kot dejavnost podjetja v registru vpisano dejavnost holdingov. Na dan 31. 8. 2006 je v skupino Istrabenz vključenih 61 podjetij, ki poslujejo v 7 različnih dejavnostih. Holdinška družba je kot krovna družba zavezana predvsem zasledovanju ciljne rasti vrednosti premoženja lastnikov. Cilje mislijo dosežati:

- s strukturo in razpršenostjo naložb;
- z dobro likvidnostjo premoženja.

Predsednik uprave družbe Istrabenz, Igor Bavčar, je dejal (Repovž, 2003):

»Želimo, da odgovornost za poslovne rezultate prevzamejo vse ravni, krovna družba pa usmerja strateški razvoj in preko kontrolinga spremlja rezultate. Tako lažje sprejema odločitve in nadzira uresničevanje načrtov.«

2 Prodaja deleža v skupni družbi OMV Istrabenz

Z dnem 7. 10. 2004 je holdinška družba Istrabenz na podlagi odločbe Urada za varstvo konkurence² in s koncem junija podpisane kupoprodajne pogodbe izročila nalog za preknjižbo delnic podjetja OMV Istrabenz na podjetje OMV Refining & Marketing. Istrabenz je po prodaji naftnega dela podjetja vlagateljem zagotovil, da še naprej ostaja v energetiki, ki bo tudi v prihodnje njegova

¹ Več o tem v Tušek (2006)

² Avgusta 2004 je Urad za varstvo konkurence izdal odločbo, da je koncentracija lastništva OMV Marketing & Refining, GmbH, Dunaj in OMV Istrabenz d.d., Koper, v skladu s pravili konkurence.

tradicionalna in strateška dejavnost. Za 50-odstotni lastniški delež v skupnem podjetju je OMV plačal 95 milijonov evrov. OMV pa je konzorciju slovenskih podjetij za 40 milijonov evrov prodal svoj 25-odstotni tržni delež v podjetju Istrabenz.³ Že leta 2003 je predsednik uprave Skupine Istrabenz, Igor Bavčar, v pogovoru za Sobotno prilogo (Repovž, 2003) dejal, da se podjetje spreminja v družbo z več dejavnostmi, torej v storitveni koncern. Za odnos z OMV je v tem istem intervjuju (Repovž, 2003) še pred prodajo deleža skupne družbe dejal, da je družbo z lastniškim razmerjem 50 : 50 težko upravljati in da išče mehanizme, ki bodo to sodelovanje olajšali. Podjetje je torej leta 2004 sprejelo odločitev, da v skupnem podjetju z OMV ne more dosegati zadovoljivih rasti, hkrati pa je tako sodelovanje precej zahtevno. Bavčar v tistem obdobju tudi pravi, da je število črpalk že doseglo optimum in da tako ni možno povečevati poslovanja.⁴ Predsednik uprave OMV, Wolfgang Rutenstorfer, je za Sobotno prilogo (Viršek, 2004) dejal, da je bil nakup dela skupnega podjetja za njih strateška odločitev, saj ocenjujejo, da je v celotni regiji, ki jo pokriva OMV Istrabenz,⁵ 17 milijonov ljudi s 15 milijoni ton letnega povpraševanja po nafti ter da ocenjujejo področje za rastoče in zanimivo. Tudi Rutenstorfer v omenjenem intervjuju (Viršek, 2004) omenja težavno vodenje skupnega podjetja, hkrati pa nadaljuje, da s slovenske strani ni bilo interesa za potrebne investicije v naftno industrijo, saj je očitno Istrabenz videl priložnost v drugih projektih.

³ V konzorciju podjetij so bili LHB Frankfurt (hčerinsko podjetje Nove Ljubljanske Banke v Frankfurtu in do aprila 2005, ko je 6,24 % delež ITBG (oznaka delniške družbe Istrabenz na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev) prodala Maksimi Holding, tudi delničar podjetja), Maksima Holding (kupili so 4,19 %, po delniški knjigi na dan 20. 10. 2006, največji lastnik ITBG), Pivovarna Laško (kupila 3,86 %, do danes obdržala delež), Aktiva Invest (3,86 %, danes 3,02 % delničar Istrabenza, podjetje Darka Horvata), Gorenje (3,86 %, danes s podjetjem sodelujeta v diviziji energetike s skupnim podjetjem Istrabenz Gorenje, trgovanje in prodaja električne energije d.o.o.) in Factor Banka Investments (kupila 2,99 %, danes banka ni več delničar, saj je 30. 12. 2005 prodala svoj delež podjetju Maksima Holding. V obdobju pisanja diplomskega dela je FB Investments dala ponudbo za prevzem Maksime Holding).

⁴ Za podjetja v naftni industriji je značilno, da je distribucija le ena od dejavnosti. Primer v naši okolici so lahko Petrol, kateremu predstavlja dejavnost prodaje blaga za široko porabo in storitev čedalje pomembnejšo komponento celotne prodaje, madžarsko podjetje MOL, ki se ukvarja s petrokemijo, iskanjem in pridobivanjem nafte in plina ter s prodajo energentov. Kot primer strategije primerljivih podjetij lahko omenimo tudi OMV, ki je dejaven na enakih področjih kot MOL.

⁵ Podjetje pokriva severovzhod Italije, Hrvaško ter Bosno in Hercegovino.

Priloga 4: Poslovanje divizij družbe Istrabenz

1 Poslovanje divizije Naložbe

V divizijo Naložbe podjetje uvršča v glavnem projekte, ki niso uvrščeni med strateške projekte, z njimi pa zasledujejo cilj diverzifikacije naložb ob večji donosnosti.⁶

Istrabenz deli svoje naložbe na dva dela. V delu navadne naložbe ima Istrabenz po dokapitalizaciji 95,2 odstotni delež podjetja Zastava Istrabenz iz Beograda. Družba posluje v skladu s pričakovanji. Čisti dobiček se je v letu 2005 glede na leto 2004 povečal za 10 %, profitna marža pa je ostala na istem nivoju, to je na okoli 5 %.

Drugi del Divizije Naložbe podjetje imenuje Naložbe v inovativne projekte. V to vrsto naložb se uvršča 50,10-odstotni delež v podjetju OpenAd, ki se ukvarja z internetnim posredovanjem oglaševalskih idej. Istrabenz v letnem poročilu napiše, da je OpenAd leto 2005 zaključil z nižjo izgubo od pričakovane, a izkaz poslovnega izida pokaže, da se je čista izguba iz leta 2004 dosegene 8.434.000 SIT povečala na 300.183.000 SIT v letu 2005, torej za 35 - krat. Družba OpenAd ne posluje v skladu s pričakovanji, a so se kljub temu odločili, da bodo v letu 2007 v družbo vložili še dodatnih 357 milijonov SIT, s čimer bodo družbi omogočili normalno poslovanje. Na tem mestu lahko pomislimo na Bergerja in Ofeka, ki sta v svojem delu govorila o navzkrižnih subvencijah. Vprašanje, ki se mi zastavlja, je, ali bi družba, kot je OpenAd, v okolju zunaj holdinga uspela pridobiti zadostna sredstva za pokrivanje tekočih izgub.

Celotna Divizija Naložbe ustvari manjši del prihodkov celotne skupine. V divizijo Naložb po mojem mišljenju spada tudi naložba v Poslovni sistem Mercator. Podoben zaključek bi lahko potegnili tudi iz izjave Bavčarja za Sobotno prilogo (Cirman, 2006), ko omeni, da imajo v diviziji Naložbe veliko perspektivnih projektov (OpenAd), naložb v lastniške vrednostne papirje in obveznice. Za Mercator pravi, da je njihova strateška naložba in da ga ne prodajajo. Družbo želijo aktivno upravljati in podpirajo načrte uprave.⁷

Percepcijo, da se Skupina Istrabenz koplje v denarju, je Bavčar v intervjuju za Sobotno prilogo zavrnil (Jenko, Šuligoj, 2004), a že pri enem od naslednjih vprašanj izjavil, da imajo v stebru Naložbe dovolj prostora za morebitne investicije v medije. Menim, da je Igor Bavčar v tem primeru mislil na celotna razpoložljiva sredstva skupine za posamezne nakupe. V bilanci stanja na dan 31. 12. 2005 vidimo, da ima Skupina Istrabenz od približno 104 mrd SIT obveznosti do virov sredstev kar 19,9 milijard SIT prenesenega čistega poslovnega izida, hkrati pa ima podjetje pod

⁶ Gre za svojevrsten oksimoron, saj večja diverzifikacija prinaša nižje tveganje. Teorija financ nas uči, da diverzifikacija odpravlja nesistematično tveganje, medtem ko sistematičnega (tveganja trga) ni mogoče odpraviti. Vemo pa tudi, da nižje tveganje s seboj nosi nižjo pričakovano donosnost. Več o tej teoriji, ki je znana kot Portfeljska teorija, v Markowitz (1952). Istrabenz v tem primeru za svoje lastnike poleg dejstva, da že v osnovi zaradi svoje holdinške strukture za lastnike razprši naložbe med svojimi divizijami, še dodatno odloča, v katerih panogah so njegovi lastniki prisotni kot finančni investitorji.

⁷ Omenim naj mnenje Romana Glaserja, predsednika uprave Perutnine Ptuj, ki meni, da lahko lastniški vstop v trgovsko družbo povzroči proizvajalcu hrane več ovir kot prinese koristi. (Novković, 2005)

dolgoročnimi finančnimi naložbami v bilanci knjiženo 10 % delež v Banki Koper.⁸ V bilanci stanja na dan 31. 12. 2005 ima holdinška skupina Istrabenz 24,2 milijard SIT likvidnega premoženja v obliki delnic podjetij, ki kotirajo na LJSE in ostalih vrednostnih papirjev, depozitov in podobnih finančnih instrumentov z ročnostjo, krajšo od enega leta. Na drugi strani pa nam pogled na zadolženost družbe pokaže povsem drugačno sliko. Ob predstavitvi polletnih rezultatov za leto 2006 je imela družba neto dolg v višini 53,4 milijarde SIT. Družba je ob objavi strateškega poslovnega načrta za obdobje med leti 2007 in 2011 dvignila ciljno neto zadolženost sredstev (ang. *debt to assets*) na 60 % s prejšnjih 50 %. Zadolženost podjetja se bo tako gibala na nivojih, ki bodo družbi preprečevali izredne nakupe v večjih zneskih. Ob predstavitvi strategije dne 7. 11. 2006 je bilo razumeti, da je celotno povečanje zadolženosti namenjeno financiranju obstoječih projektov in širitvi poslovanja znotraj sedanjih divizij in pridruženih podjetij. Na tem mestu je smiselno še enkrat omeniti ugotovitev avtorjev Mansi in Reeb (2002), ki sta ugotovila, da se diskont holdingov s povečevanjem zadolženosti povečuje.

2 Poslovanje divizije Turizem

Krovna družba te divizije je delniška družba Hoteli Morje d.d., ki ima večinske deleže v petih odvisnih družbah. Diviziji je pridruženo tudi podjetje Istrabenz Hoteli Portorož (v lasti ima stari Hotel Palace), ki pa je v neposredni lasti Istrabenza in torej ni vključeno v konsolidirane izkaze divizije Turizem.

Prihodki iz prodaje divizije Turizem so glede na leto 2004 nekoliko padli, čisti dobiček je znašal le 38 % v predhodnem letu realiziranega dobička. Za ta poslovni rezultat je podjetje porabilo enaka sredstva kot v letu 2004. EBIT marža se je prepolovila, znižanje dobičkonosnosti pa je ob istih sredstvih enako kot znižanje čistega dobička, podjetje pa je prisiljeno v čedalje več investiranja. V družbo Grand Hotel Adriatic d.d. iz Opatije bo Skupina Istrabenz v prihodnjih dveh do treh letih prisiljena investirati 4 milijone evrov v posodobitev zmogljivosti. Investicija v 80,37 odstotni delež družbe je Istrabenz stala 11,2 milijona evrov. Podjetje Istrabenz Hoteli Portorož je v dosedanjem poteku del na starem Hotelu Palace za pripravljalna dela investiralo okoli 4 milijone evrov, celotna investicija pa je ocenjena na okoli 40 milijonov evrov.

Istrabenz je glede na podjetja, ki prav tako na Obali poslujejo v turizmu, v zadnjem času največ investiral v infrastrukturo. Za primerjavo: kranjsko podjetje Sava, katerega zgodba je podobna Istrabenzovi⁹, v turizmu ustvari le 21,5 % prihodkov Skupine, je v lanskem letu za investicije v turizem namenilo več kot polovico vseh sredstev, namenjenih za investicije. Znesek se giblje okoli 18,5 milijona evrov, kar je primerljivo z zneskom, ki ga je Istrabenz v zadnjih petih letih namenil za investicije v hotele na Obali in v Postojni.

⁸ 24. 7. 06 je bila v dnevniku Finance (Sovdat, 2006b) objavljena novica, da so trije večji delničarji Banke Koper, to so Intereuropa, Istrabenz in Luka Koper, podaljšali delničarski sporazum v glavnim lastnikom Banke Koper, SanPaolo IMI še za pet let. Struktura delničarjev Banke Koper je v prilogi 9.

⁹ Skupina Sava je prav tako kot Istrabenz prodala del svoje osnovne dejavnosti tujemu partnerju in se usmerila v dejavnosti holdingov. Skupina Sava v tem trenutku združuje dejavnosti gumarstva, turizma, nepremičnin, naložbenih financ, pod drugimi dejavnostmi pa imajo pridružen tudi d.o.o., ki zagotavlja učinkovito upravljanje z energijo.

Istrabenz je za leto 2005 načrtoval EBIT okoli 4,9 milijonov €, a je zaradi višjih stroškov za pričakovanji zaostal za 40 %. Investicije v turizem so v letu 2005 znašale 2,1 milijarde SIT. Hiter izračun nam pokaže, da Istrabenz investira enkrat več sredstev, ki prinašajo prihodke v turizmu, kot pa kranjska Sava.¹⁰

V Dnevniku (Tanackovič, 2006) avtorica zapiše, da podjetje zaradi nezadovoljstva z vodenjem turistične divizije zapuščajo vodstveni kadri. Pred dobrim mesecem je upravo zapustila članica uprave Vesna Nahtigal. Tudi Edvard Lesnik, član uprave divizije Turizma, je v tednu, ko je bil članek napisan, zapustil upravo krovnega podjetja divizije. Lesnik v pogovoru za Delo (Šuligoj, 2006) pravi, da bi ga v Istrabenzu lahko zadržali, v kolikor bi cenili njegovo delo. Na pobudo Bavčarja bo mesto predsednika upravnega odbora po vsej verjetnosti zasedel Srečko Kenda, ki sedaj v Skupini Istrabenz zaseda položaj člana uprave, pristojnega za finančna in naložbena vprašanja. Na tem mestu lahko potegnemo vzporednico z razmišljanjem Ravenscrafta in Schererja (1987), da holdingi kotirajo z diskontom zaradi tega, ker se širijo na področja, ki jih je težko razumeti in obvladati. Tudi Bavčar v Sobotni prilogi (Jenko, 2004) posredno nakaže na ta problem. Na vprašanje o intenzivnosti investicij v turizem odgovori, da s trenutnim kadrovskim potencialom niso sposobni upravljati divizije. Pri postavljanju divizije na noge bodo potrebovali pomoč tujih kadrov, ki imajo izkušnje pri ustanavljanju turističnih verig.

3 Poslovanje divizije Energetika

Divizijo energetika lahko razdelimo na tri dele:

- plinska dejavnost (krovnna družba Istrabenz Plini);
- skupina Istrabenz energetski sistemi;
- dejavnost pretovora in skladiščenja naftnih derivatov.

Cilj divizije je lastna bilančna skupina s proizvodnjo, prodajo in ključnimi kupci (Cirman, 2006). Podjetje si veliko obeta od deregulacije trga električne energije. O vlaganju v slovensko energetiko Bavčar pravi, da je zoprno, ker so sredstva vložena, donosa pa ni. Odločitev vlade, da deregulira trg z elektriko in dopusti trgovanje z električno energijo tudi drugim ključnim igralcem na trgu, je Istrabenzu omogočila odkupiti petino elektrike iz Nuklearne elektrarne Krško.

4 Plinska dejavnost

Usmeritev Skupine Istrabenz na področje plinske dejavnosti je povsem enostavno razumeti. Gre za dejavnost, ki je podobna dejavnosti, iz katere družba prihaja. Prav tako pa se za Slovenijo ocenjuje, da bo poraba zemeljskega plina najhitreje rastoča med vsemi energenti, in sicer 3,5 % na leto.

¹⁰ Za izračun sredstev, ki prinašajo prihodke v turizmu sem uporabil stalna sredstva obeh podjetij, saj Istrabenzova opredmetena osnovna sredstva ne pokažejo prave slike, ker ima podjetje naložbe v pridruženih podjetjih knjižene pod dolgoročnimi finančnimi naložbami. Do velikosti sredstev, ki prinašajo prihodke v turizmu pa sem prišel z zmnožkom odstotka ustvarjenih prihodkov v turizmu glede na celotne prihodke iz poslovanja.

Podjetje trdi, da je poslovanje v tej diviziji zahtevno zaradi neugodnega gibanja nabavnih cen, hkrati pa zaradi povečevanja konkurence na trgu.

Del divizije, ki se ukvarja s plinsko dejavnostjo, je v Sloveniji prisoten preko Plinarne Maribor, v kateri je Istrabenz 54,07 % lastnik, v prodaji pa je še nekaj več kot 34 % delež omenjenega podjetja. V letnem poročilu Skupine Istrabenz je moč prebrati, da je slovenski trg že precej zasičen, zaradi česar se je Skupina odločila za prodor na tuje trge.

S poslovanjem v letu 2005 je plinska dejavnost divizije Energetika dosegla zastavljeno, v določenih segmentih pa celo presegla pričakovanja. Prihodki iz poslovanja so zrasli za okoli 17 %, a na račun marže, saj sta se tako EBIT marža kot tudi dobičkonosnost prihodkov znižali za približno dve odstotni točki. Padec marž lahko pojasnimo z dražjimi surovinami in s povečano konkurenco. Istrabenz za te rezultate pravi, da so bili nadpovprečni. V letu 2003 je družba Istrabenz Plini dosegla 865 milijonov dobička, kar popravimo s faktorjem 1,0352¹¹, da izračunamo dobiček za celotno plinsko dejavnost. Pridemo do rezultata okoli 895 milijonov. To na letni ravni ob neupoštevanju dobička za leto 2004, ki je bilo očitno izjemno leto, znese 4,16 %, kar pa ni ravno blesteč rezultat.

5 Energetski sistemi

Krovna družba energetskih sistemov je bila do 18. 7. 2006 družba Istrabenz energetski sistemi d.o.o. Z navedenim dnem sta Istrabenz in Gorenje, gospodinjiski aparati d.d. podpisala pogodbo o prodaji in nakupu 49,95-odstotnega deleža v družbi Istrabenz energetski sistemi d.o.o. Odvisne družbe sistema so prisotne v Sloveniji, Avstriji ter Bosni in Hercegovini. Glavna dejavnosti skupine je trgovanje in proizvodnja električne energije ter razvoj na področju obnovljivih virov energije, hkrati pa skupina prodaja tudi premog za proizvodnjo toplotne energije. Značilnost tega področja poslovanja je državna regulacija trga električne energije in zaprt trg za nove igralce. Pogodbe o dobavi električne energije se podpisujejo dolgoročno, zato kratkoročni nihaji cen elektrike ne vplivajo v celoti na poslovne rezultate.

Gen Energija je 6. 10. 2006 odkupila polovico družbe Istrabenz Gorenje energetski sistemi.¹² S tem dejanjem si vse strani tega državno-zasebnega partnerstva leta 2010 obetajo obvladovanje 30-odstotnega tržnega deleža na področju dobave električne energije (Košir, 2006). Robert Golob, predsednik uprave novonastalega podjetja in nekdanji državni sekretar za energetiko na Ministrstvu za gospodarske dejavnosti, je ob tem dejal:

»Trg se počasi zapira in za trgovce brez lastnih virov bo čedalje težje. Takšno povezovanje je torej edina možna pot, če želimo dolgoročno obstati na trgu, sicer bi nas država z različnih strani stisnila v kot.«

¹¹ 865 milijonov realiziranega dobička za Istrabenz plini znaša 96,6 % celotnega realiziranega dobička za plinsko dejavnost.

¹² Gen energija je podjetje, ki je nastalo s pravnim nasledstvom slovenskih vlagateljev v NEK. Popularno je družba imenovana kot drugi energetski steber. Februarja je Vlada RS podjetje lastniško izdvojila iz Eles, s čemer je Gen energija prišel pod neposredno državno last. Julija 2006 je Vlada RS s spremembo akta o ustanovitvi Gen energijo iz finančnega podjetja preoblikovala v energetska podjetje.

Tudi ta del divizije je po mnenju družbe posloval nad pričakovanji in nad načrti. Največja investicija v zadnjem času je bila naložba v gradnjo štirih malih hidroelektrarn v BiH, katere vrednost je ocenjena na 7,5 milijona evrov. V letu 2005 je Skupina dosegla EBIT 776 milijonov SIT in čisti dobiček v višini 528 milijonov SIT; za primerjavo: v letu 2004 je skupina dosegla izgubo v višini 476 milijonov SIT. Največja dejavnika rasti sta poslovanje APC (Austrian Power Vertriebs) in skupno podjetje Istrabenz Gorenje. Področje električne energije je za celotno Skupino Istrabenz najpomembnejša dejavnost. V energetskega sistema predstavlja energetika kar 95 % delež med ustvarjenimi prihodki, ki so v letu 2005 znašali 54 milijard SIT. Prodaja premoga ustvari 4 % prihodkov sistema, le en odstotek pa znašajo proizvodi iz obnovljive biomase. Rast sistema je v veliki meri povezana z odločitvijo Vlade RS, da delno privatizira distribucijo električne energije in poveča konkurenčnost.¹³ Dobri odnosi z Vlado so poleg dejstva, da je podjetje najboljši ponudnik, Skupini Istrabenz pomagali tudi do zmage na razpisu podjetja Eles Gen (danes Gen energija) za odkup 450 GWh električne energije iz NEK.

6 Pretovor in skladiščenje

Istrabenz je s podjetjem Instalacija d.o.o. prisoten v dejavnosti pretovora in skladiščenja naftnih derivatov. Poslovanje podjetja je nad pričakovanji Istrabenza, prihodki od prodaje so zrasli za 7 %, dobiček za 14 %. Prav tako je podjetje uspelo povečati marže poslovanja, torej je moč pritrditi Istrabenzu o uspešnem poslovanju dejavnosti pretovora in skladiščenja. Dejavnost je za uspeh poslovanja Skupine Istrabenz precej nepomembna, a dosega lepe donose na vložena sredstva, prav tako pa se lepo dopolnjuje z ostalimi dejavnostmi divizije Energetika in uresničuje cilj lastne bilančne skupine.

7 Poslovanje divizije Prehrana

Področje prehrane je bilo zasnovano šele v letu 2005. Nastalo je z združitvijo družb Droga d.d. in Kolinska d.d., dodatno pa se je razširilo v septembru z nakupom srbskega podjetja Grand Prom AD. Krovna družba je že prej omenjeno združeno podjetje Droga Kolinska, v diviziji pa podjetje združuje 29 družb.

Odločitev za usmeritev v živilsko industrijo Bavčar (Cirman, 2006) delno pojasni s stavkom, da slovenska živilska industrija potrebuje lastnike z jasno strategijo. Potencial divizije vidi v mesnih izdelkih, paštetah in brezalkoholnih pijačah. V enem prejšnjih razgovorov (Jenko, Šuligoj, 2004) pravi, da je šel Istrabenz v prehransko industrijo zaradi predvidevanj, da bo to ustvarilo dodano vrednost. A vendar pravi, da so v Drogi s približno 7-odstotnim lastniškim deležem le portfeljski investitorji.¹⁴ Kovač (Potič, 2005) o Istrabenzovi usmeritvi v agroživilsko panogo meni, da v kolikor Istrabenz v skupno podjetje prinaša le finance, je ta odločitev precej nesmiselna, saj so bile v sedaj združenem podjetju finance vodene precej konzervativno. Smiselnost nastajanja nove

¹³ Direktiva, ki ureja to področje, je Direktiva o notranjem trgu z električno energijo (96/92/EC)

¹⁴ Čas je medtem g. Bavčarja postavil na laž, saj je danes skupna družba Droga Kolinska krovna družba divizije Istrabenz in eden najpomembnejših generatorjev prihodkov. Istrabenz je tudi vodil združevanje obeh podjetij.

divizije Kovač vidi v primeru, da Istrabenz v novo divizijo prinaša *know-how*, inovativnost in tržno prodornost. Po Kovačevem mnenju nekdanji trgovec z naftnimi derivati teh znanj in prednosti nima, zato ocenjuje, da gre v tem primeru le za branjenje pozicij, ki pa na dolgi rok pomenijo samomor.¹⁵

Ker je bila divizija Prehrana znotraj Skupine Istrabenz ustanovljena šele v letu 2005, nimamo podatkov za pretekla leta, ki bi dali vpogled v trend poslovanja. Prav tako so v poslovne rezultate vključeni ločeni rezultati za Drogo in ločeni rezultati za Kolinsko do njune združitve, od združitve naprej pa imamo poslovne rezultate za skupno podjetje. Po prevzemu srbskega podjetja Grand Prom so v poslovne rezultate vključeni tudi rezultati skupnega podjetja Grand Prom, Soko Štark.¹⁶ Divizija prehrane je v lanskem letu poslovala z izgubo, kar je bilo pod pričakovanji. Razloge za izgubo lahko iščemo v ogromnih stroških konsolidacije, izrednih odpisih zalog zaradi ukinitve proizvodov, odpravnin delavcem in negativnih posledic preteklih poslovnih odločitev. V Mladini (Pavlin, 2006) lahko preberemo, da so bili načrti divizije, da ustvari 50 mrd SIT prihodkov iz poslovanja in 2 mrd SIT dobička. Podjetje je zaostalo pri dobičku, preseglo pa načrte pri prihodkih iz poslovanja.

Dne 6. 3. 2006 je Istrabenz zapustil Gorazd Čuk, ki je bil v Skupini Istrabenz zadolžen za področje prehrane. Novica o odhodu se je glasila (<http://seonet.ljse.si/menu/default.asp>, 2006):

"Z današnjim dnem (6. marec 2006) sporazumno preneha delovno razmerje Gorazdu Čuku, svetovalcu predsednika uprave v holdinški družbi Istrabenz, d. d., ki je bil posebej zadolžen za področje prehrane, kjer njegovo delo ni prineslo pričakovanih rezultatov."

Iz zapisanega lahko zaključimo, da poslovanje divizije vsaj zaenkrat še ni opravičilo pričakovanj vodstva podjetja in uresničilo načrtov. Problemi so podobni tistim, ki so jih imele družbe, o katerih sem pisal v poglavju o dezinvesticijah, saj jim še tako dobro poznavanje problematike poslovanja ni omogočilo predvidevanja vseh pasti poslovanja.

8 Poslovanje podporne dejavnosti Informacijska podpora

Cilj družbe Actual, ki je krovna družba podporne dejavnosti, je postati vodilni informacijski partner na področju upravljanja s celovito informacijsko dejavnostjo v podjetjih v Sloveniji. Rezultati skupine so zaostali za pričakovanji, hkrati pa so se korenito poslabšali. S 46 % več sredstev je skupina ustvarila približno enake prihodke iz poslovanja, dobiček v letu 2004 v višini 34 milijonov SIT pa spremenila v izgubo v višini 6 milijonov SIT. Ker gre za podporno dejavnost, katere cilj ni postati temelj poslovanje Skupine Istrabenz, temveč omogočiti hitrejšo rast, je najverjetneje smiselno, da taka dejavnost ostane v skupini, četudi prinaša izgubo. Seveda mora biti cilj pri poslovanju podporne dejavnosti ustvariti čim boljši poslovni rezultat, a je to sekundarnega pomena.

¹⁵ Kovačevo mnenje je potrebno jemati nekoliko z rezervo, saj je bil pred procesom združevanja predsednik nadzornega sveta portoroške Droge, 24. 3. 2004 pa je odstopil od kandidature za člana nadzornega sveta, saj se z institucionalnimi lastniki ni strinjal glede prihodnjega razvoja družbe.

¹⁶ Podjetje Grand Kafa je julija 2005 prevzelo srbsko konditorsko podjetje Soko Štark. Grand Kafa je največji proizvajalec kave v Srbiji in je del skupine Grand Prom.

Priloga 5: Kazalniki in poslovanje družbe Pivovarna Laško

V tabeli 2 v prilogah so predstavljeni računovodski kazalniki iz poslovanja, bilance stanja ter denarnega toka. Zadolženost podjetja se povečuje, kazalnik in samo stanje firme pa se lahko z morebitno dokapitalizacijo spremeni. Podjetje ni preveč likvidno, a sta se hitri in trenutni kazalnik v zadnjem letu zelo izboljšala. V tej smeri je razumeti tudi razpolovitev kazalnika osnovnosti investiranja, ki priča o tem, da ima podjetje v bilanci čedalje več gibljivih sredstev. Razlog za to leži v povečanju kratkoročnih finančnih naložb (KFN) iz 125 milijonov na 22.747 milijonov SIT. Podjetje v bilanci stanja ne razdeli obveznosti na finančne in poslovne, tako da je težko ugotoviti stopnjo zadolženosti podjetja. Obveznosti so se skupaj povečale za 258-krat. Najverjetneje je podjetje s povečanjem obveznosti povečevalo KFN in dolgoročne finančne naložbe (DFN) – s tem je zagotovilo investiranje v naložbe, ki nimajo nujno neposredne veze s poslovanjem. Del finančnih naložb je nakup Mercatorja, del pa nakup Dela. Kot sem ocenjeval, posebni prevrednotovalni popravek kapitala (PPPK), ki se v primeru holdinških družb zaradi uskladitve standardov računovodenja z MSRP precej poveča, kljub temu ne izkazuje posebne rasti. To je moč razložiti z dejstvom, da je osnovna dejavnost delniške družbe Pivovarne Laško dejavnost pijač, medtem ko preko uskupinjenih podjetij dosega le manjši del dobička, ki se potem odraža v povečanju PPPK.

Pobotano povečanje KFN iz izkaza finančnega izida znaša 22.338.526.000, pobotano povečanje DFN pa znaša 18.842.053.000 SIT. Iz istega izkaza je moč razbrati povečanje dolgoročnih finančnih dolgov 14.795.874.000, pobotano povečanje kratkoročnih finančnih dolgov pa na 24.090.550.000 SIT. Vidimo, da se je v letu 2005 drastično povečala zadolžitev podjetja. S povečanjem finančnih tokov pri financiranju je podjetje zagotovilo zadostna sredstva za odtoke pri naložbenju, torej za odtoke zaradi povečanja KFN in DFN.

Tabela 2: Računovodski kazalniki za družbo Pivovarna Laško

	2003	2004	2005
<i>I. TEMELJNI KAZALNIKI STANJA FINANCIRANJA</i>			
STOPNJA LASTNIŠKOSTI FINANCIRANJA (kapital/obveznost do virov sredstev)	0,68	0,66	0,44
STOPNJA DOLGOROČNOSTI FINANCIRANJA (kapital+dolgoročne obveznosti+dolgoročne rezervacije/obveznosti do virov sredstev)	0,74	0,77	0,64
<i>II. TEMELJNI KAZALNIKI STANJA INVESTIRANJA</i>			
STOPNJA OSNOVNOSTI INVESTIRANJA (osnovna sredstva/sredstva)	0,21	0,18	0,11
STOPNJA DOLGOROČNOSTI INVESTIRANJA (osnovna sredstva+dolgoročne finančne naložbe+dolgoročne poslovne terjatve/sredstva)	0,94	0,95	0,77
<i>III. TEMELJNI KAZALNIKI VODORAVNEGA FINANČNEGA USTROJA</i>			
KOEFICIENT KAPITALSKE POKRITOSTI OSNOVNIH SREDSTEV (kapital/osnovna sredstva)	3,26	3,55	4,11
KOEFICIENT NEPOSREDNE POKRITOSTI likvidna sredstva/kratkoročne obveznosti	0,03	0,01	0,54
KOEFICIENT POSPEŠENE POKRITOSTI KRATKOROČNIH OBVEZNOSTI (likvidna sredstva+kratkoročne terjatve/kratkoročne obveznosti)	0,12	0,11	0,59
KOEFICIENT KRATKOROČNE POKRITOSTI KRATKOROČNIH OBVEZNOSTI (kratkoročna sredstva/kratkoročne obveznosti)	0,23	0,20	0,64
<i>IV. TEMELJNI KAZALNIKI GOSPODARNOSTI</i>			
KOEFICIENT GOSPODARNOSTI POSLOVANJA (poslovni prihodki/poslovni odhodki)	1,10	1,07	1,20
<i>V. TEMELJNI KAZALNIKI DOBIČKONOSNOSTI</i>			
KOEFICIENT ČISTE DOBIČKONOSNOSTI KAPITALA (čisti dobiček poslovnega leta/kapital brez čistega dobička poslovnega leta)	0,04	0,03	0,03
KOEFICIENT DIVIDENDNOSTI OSNOVNEGA KAPITALA (vsota dividend za poslovno leta/osnovni kapital)	0,10	0,05	0,06

Vir: Letno poročilo 2005 Pivovarna Laško, 2006. Str. 52.

Priloga 6: Poslovanje družb iz skupine Pivovarna Laško

1 Radenska d.d.

Radenska je v letu 2005 poslovala slabše od pričakovanj, predvsem zaradi znižanja cen proizvodov. Pivovarna Laško, ki je 88,38 % lastnik Radenske, je z doseženimi rezultati zadovoljna. Prodaja Radenske je kljub vseevropskemu trendu znižanja povpraševanja po gaziranih mineralnih voda še vedno v veliki meri odvisna od prodaje mineralnih voda.

2 Jadranska pivovara Split

V letu 2000 je Pivovarna Laško kupila 94,55 % delež v tej hrvaški družbi. Trg v letu 2005 ni bil naklonjen proizvodom Jadranske pivovare, zato je družba realizirala le dve tretjini načrtovanega. Skupni prihodki družbe so se znižali za 14,7 %, a vendar je družba zaradi uspešnejšega obvladovanja stroškov uspela znižati izgubo poslovnega leta iz 876 mio SIT na 751. Z namenom izboljšanja poslovanja splitske pivovarne je Pivovarna Laško najela tudi svetovalno družbo AT Kearney, ki bo družbi pomagala bolje obvladovati stroške in doseči zastavljene cilje, to je več kot 28 % rast fizične prodaje.

3 Vital d.o.o., Mestinje

Pivovarna Laško je leta 1999 kupila 51 % delež podjetja, v letu 2004 pa je po sklepu skupščine prišlo do umika lastnih delnic, s čemer je Pivovarna Laško postala 63,79 % delničarka Vitala. V letu 2005 je prišlo do preoblikovanja družbe iz delniške družbe v družbo z omejeno odgovornostjo, s čimer je Pivovarna Laško postala 88,65 % lastnica družbe. Vital je v letu 2005 uspel povečati prodajo trgovskih blagovnih znamk za 25 %, kar je predvsem plod dobrega sodelovanja s trgovci Spar, Tuš in Mercator. Rezultati poslovanja so zadovoljivi, za leto 2006 pa družba načrtuje približno 10 % odstotno rast fizične prodaje. Vital je za Laško pomemben, saj z njim sodeluje pri pripravi osnov za pijačo Bandidos. Delež v prodaji družbe Pivovarna Laško je v letu 2005 znašal več kot 6 %.

4 Skupina Union

V Skupino Union se uvrščajo družbe Pivovarna Union d.d., Ljubljana, Fructal živilska industrija d.d., Ajdovščina, Fructal Zagreb d.o.o., Fructal Mak, a.d., Skopje, Eurofruit d.o.o., Sarajevo. V letu 2004 je prišlo do preloma v poslovanju skupine. Družba Fructal je v tem letu ustvarila visoko izgubo, ki je povzročila, da je cela skupina poslovala z izgubo. Delno je bilo poslovanje Fructala sanirano, a problemi še niso povsem odpravljeni. V letu 2005 je družba poslovala pozitivno, v letu 2006 pa je zaradi visokih cen surovin zopet poslovala z izgubo. Šibko področje še vedno ostaja širitev na trge jugovzhodne Evrope. Problem Fructala so relativno visoke cene proizvodov, ki zaradi dejstva, da se v preteklih letih ni dovolj investiralo v blagovno znamko Fructal, niso konkurenčni.

4.1 Pivovarska vojna

Mediji so s tem izrazom poimenovali boj za lastniško prevlado med belgijskim Interbrewom in slovensko Pivovarno Laško. Zgodba se je začela v letu 2001, ko je Pivovarna Laško kupila 24,99 % delež v Pivovarni Union. V Ljubljani so to razumeli kot sovražno potezo in so začeli iskati belega viteza. Našli so ga v belgijskem Interbrewu, s katerim je uprava podpisala pogodbo o strateškem partnerstvu. Družbi sta kupovali delnice, objavili ponudbo za prevzem in med drugim vložili tudi odločbo Urada za varstvo konkurence v presojo na Ustavno sodišče. Uprava je podpirala tujce, ki bi upravo pustili na vodilnih pozicijah, Pivovarna Laško pa je v svojih izjavah zagotavljala, da ščiti nacionalni interes. Ko je imela Pivovarna Laško približno 47,7 % delnic Uniona, Interbrew pa 41,32 %, je pivovarska vojna zašla v pat pozicijo. Iz te pozicije je Laščanom pomagala Borzno posredniška hiša Cogito, ki je za Pivovarno Laško parkirala približno 6 % delnic Pivovarne Union. Ali H. Žerdin je v Mladini (Žerdin, 2002) napisal, da je pivovarska vojna le vojna za odskočno desko. Šlo naj bi za ustvarjanje pozicij za širitev poslovanja na balkanskih trgih in za onemogočanje sedanje in prihodnje konkurence. Dne 11. 2. 2005 je belgijska pivovarna nepričakovano prodala svoj delež v Pivovarni Union nasprotniku iz pivovarske vojne. S tem je bila vojna tudi končana. Sledila je zamenjava uprave Pivovarne Union in poenotenje distribucijskih poti.

Priloga 7: Delničarji Pivovarne Laško

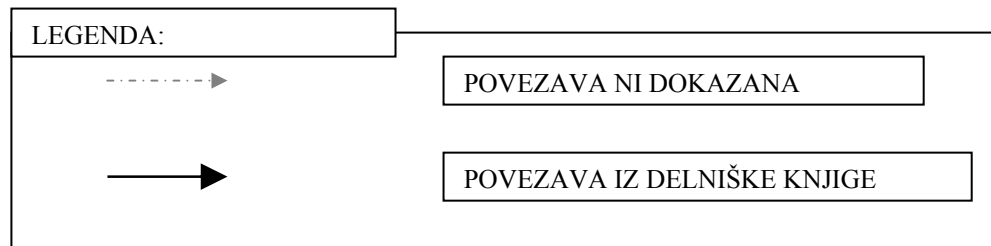
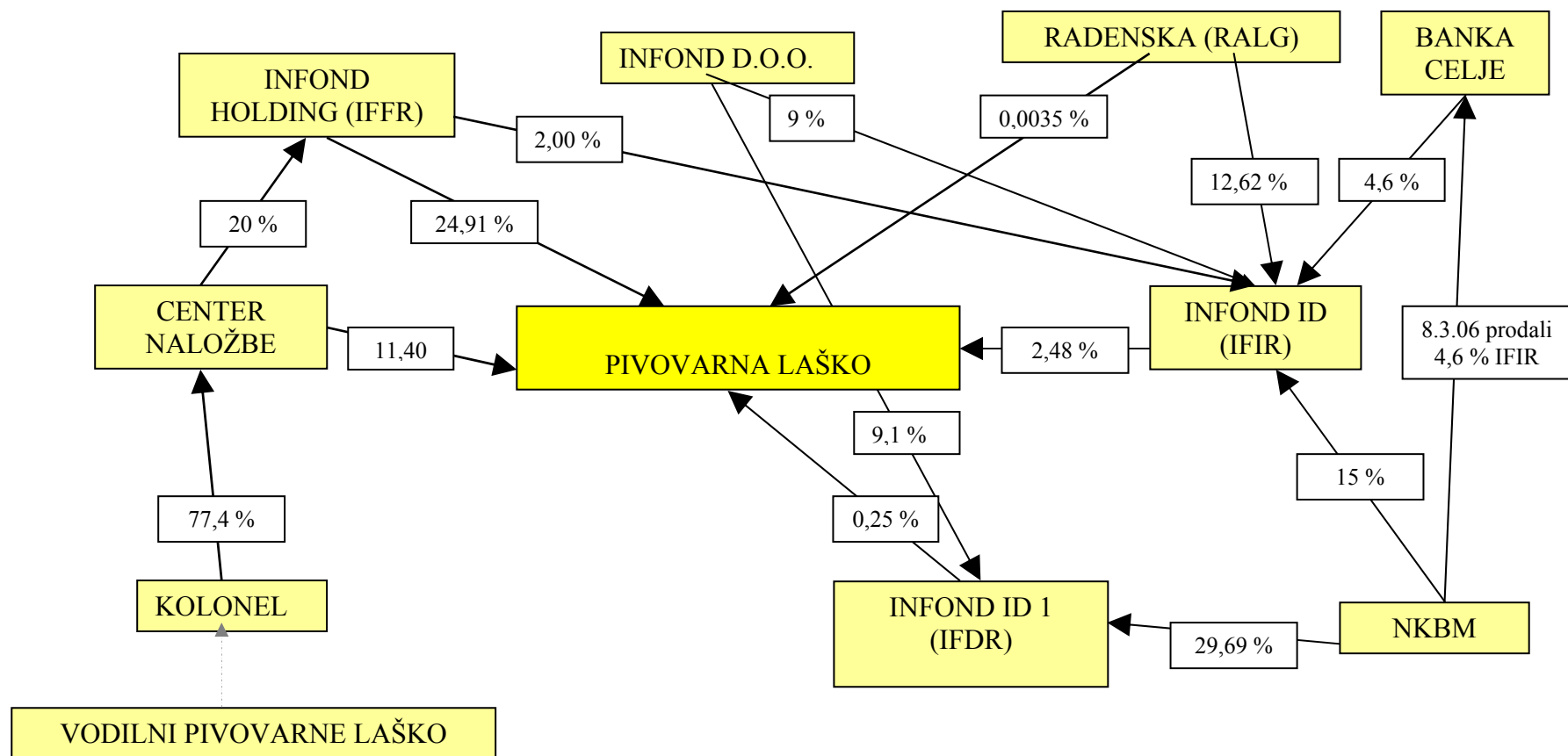
Tabela 3: Število delničarjev Pivovarne Laško na dan 31.12.

	2003	2004	2005	19.1.2007
Število delničarjev	11.018	10.727	10.109	9.708

Vir: Letno poročilo 2005 Pivovarna Laško, 2006. <http://www.kdd.si/>, 19. 1. 2007.

Priloga 8: Pivovarna Laško in lastniške povezave

Slika 2: Pajek lastniških povezav okoli Pivovarne Laško na dan 19. 1. 2007



Vir: <http://www.kdd.si/>, 19. 1. 2007.

Priloga 9: Delničarji Banke Koper

Tabela 4 :Seznam največjih delničarjev Banke Koper

Naziv	Delež v kapitalu banke	
	31.12.2005	31.12.2004
1. San Paolo IMI d.d.	63,92 %	63,51 %
2. Istrabenz d.d.	10,00 %	10,00 %
3. Luka Koper d.d.	10,00 %	10,00 %
4. Intereuropa d.d.	10,00 %	10,00 %
5. Manjšinski delničarji	3,62 %	4,04 %
6. Banka Koper d.d.	2,45 %	2,45 %

Vir: Letno poročilo 2005 Banka Koper, 2006. Str. 66.