

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**VLOGA PID-OV PRI SPODBUJANJU PODJETIJ Z
VISOKIM POTENCIALOM RASTI**

Ljubljana, oktober 2002

GREGOR POLAK

KAZALO

UVOD	1
1. POOBLAŠČENA INVESTICIJSKA DRUŽBA	2
1.1. POOBLAŠČENE DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE	3
1.2. OMEJITVE, NJIHOV POMEN TER POSLEDICE	4
1.2.1. OMEJITEV NA 20% DELEŽ V LASTNIŠTVU	4
1.2.2. RAZPRŠENOST INVESTITORJEV	5
1.2.3. VPLIV PROVIZIJE NA UČINKOVITO DELOVANJE SKLADOV	6
1.2.4. OMEJITVE INVESTIRANJA PID-OV	6
1.3. NADZOR NAD PID-I IN PDZU-JI	7
1.4. CILJI IN DONOSNOST PID-OV	8
1.5. JAVNO MNENJE IN VPLIV INVESTITORJEV NA PID-E	10
1.6. PREOBLIKOVANJE PID-OV	11
1.6.1. JAVNI FINANČNI HOLDING	12
1.6.2. VZAJEMNI SKLAD	13
1.6.3. INVESTICIJSKA DRUŽBA.....	13
2. PROCES LASTNINSKEGA PREOBLIKOVANJA PODJETIJ	14
2.1. ZAVIRANJE PRIVATIZACIJE S STRANI DRŽAVE	14
2.2. IZVAJANJE POSLOVNEGA PREOBRATA V PODJETJIH V RASTI	15
2.2.1. INDIKATORJI PODJETJA V KRIZI.....	17
2.2.2. TVEGANJA IN UKREPI PRI URESNIČEVANJU NAČRTA RASTI.....	18
2.2.2.1. USPEŠNOST SANACIJE.....	20
2.2.3. KORPORACIJSKO PRESTRUKTURIRANJE PODJETIJ.....	21
3. LASTNIŠKA STRUKTURA V PRIVATIZIRANIH PODJETJIH	21
3.1. IDEALNA STRUKTURA LASTNIŠTVA ZA PID-E V PODJETJIH	22

3.1.1. PRIMERI AKTIVE PRI UPRAVLJANJU S PODJETJI	23
3.1.2. PREVZEMI S POMOČJO SKLADA LASTNIH DELNIC	24
3.2. KORPORATIVNO VODENJE PODJETIJ	25
3.2.1. PID-I KOT ZUNANJI LASTNIKI.....	26
3.2.2. IDEALNA STRUKTURA LASTNIŠTVA MANAGEMENTA OLASTNINJENEGA PODJETJA	27
3.3. NADZORNI SVET IN UPRAVNI ODBOR	29
3.3.1. ČLANI NADZORNEGA SVETA IN NJIHOVE NALOGE TER PRAVICE	30
3.3.2. ODNOS ČLANOV UPRAVE DO PID-OV IN DRUGIH KATEGORIJ LASTNIKOV	31
3.4. UČINKOVITO UPRAVLJANJE PID-OV	32
4. VLOGA PID-OV PRI PODJETJIH Z VISOKIM POTENCIALOM RASTI	33
4.1. DOLŽNIŠKO IN LASTNIŠKO FINANCIRANJE PODJETIJ	34
4.2. PIDI IN TVEGANI KAPITAL	36
4.3. ODLOČITEV ZA INVESTIRANJE KAPITALA	37
4.3.1. OVREDNOTENJE PODJETIJ	38
4.3.1.1. DUE DILIGENCE.....	39
4.3.2. ČAS IN OBSEG INVESTIRANJA GLEDE NA ŽIVLJENJSKI CIKEL PODJETJA	39
4.4. IZSTOP PID-A IZ PODJETJA	41
SKLEP	41
LITERATURA	43
VIRI	45

UVOD

Cilj privatizacije je izboljšanje učinkovitosti gospodarstva s tem, da se poišče lastnika premoženju, ki so si ga do določenega trenutka lastili vsi. Poudarek je na učinkovitosti in ne na poštenosti. V diplomski nalogi sem opredelil vpliv pooblaščenih investicijskih skladov v Sloveniji na gospodarstvo z ustrežno popestritvijo na kapitalskem trgu. Ker jih vodi motiv dobička, jih zanimajo predvsem dobra podjetja, podjetja z visokim potencialom rasti, pa tudi nekoliko slabša podjetja, iz katerih bi se morda še dalo kaj iztržiti.

V prvem delu sem opredelil PID-e glede namena ustanovitve in njihovih ciljev. Posvetil sem se tudi raznim omejitvam, ki PID-om zmanjšujejo manevrski prostor. Na začetku so bile pač določene ovire za učinkovito aktivno upravljanje podjetij, kar se je počasi popravilo s koncentracijo kapitala. Na koncu prvega dela je opisana tudi donosnost PID-ov in vzroki, da PID-i niso prikazali še boljših kazalcev poslovanja.

Sledi del, v katerem opišem nekatere napake države v postopku privatizacije, zaradi katerih so imeli PID-i obilico težav, slabše poslovne rezultate in nezaupanje uprav podjetij, ki so jih imeli v portfelju. V nadaljevanju je opis možnosti za revitalizacijo podjetij, ki imajo še možnost rasti, oziroma skrivajo v sebi potencial, pa še ni bil iz določenih razlogov izkoriščen. Navedeni so tudi indikatorji krize, ki so pomembni za še pravočasno ukrepanje, in ugodnosti oziroma prednosti, ki jih imajo podjetja, v katera vstopijo v določenem odstotku PID-i, ter njihove morebitne aktivnosti.

Bistvo tretjega dela je nadzor in vplivanje na poslovanje podjetja s strani PID-ov kot zunanjih lastnikov. Poskušal sem odgovoriti na vprašanje, kolikšen je idealni lastniški delež PID-a in managementa v podjetju, da se uresničuje motiv po povečevanju vrednosti enote premoženja. PID-i nadzorujejo podjetja preko nadzornih svetov, zato sem njihov pomen, naloge in pravice podrobneje opisal. Navedel sem tudi primere uspešnega sodelovanja Aktive Group z nekaterimi podjetji.

Na koncu sem proučil vpliv PID-ov na podjetja z visokim potencialom rasti in trg kapitala kot dodatne ponudbe lastniškega financiranja in prednosti tega. Razloženo je, zakaj so PID-i v neki meri (potencialni) skladi tveganega kapitala. Kot zadnje sem hotel pojasniti odločanje o investiranju kapitala glede na življenjski cikel podjetja s strani PID-ov.

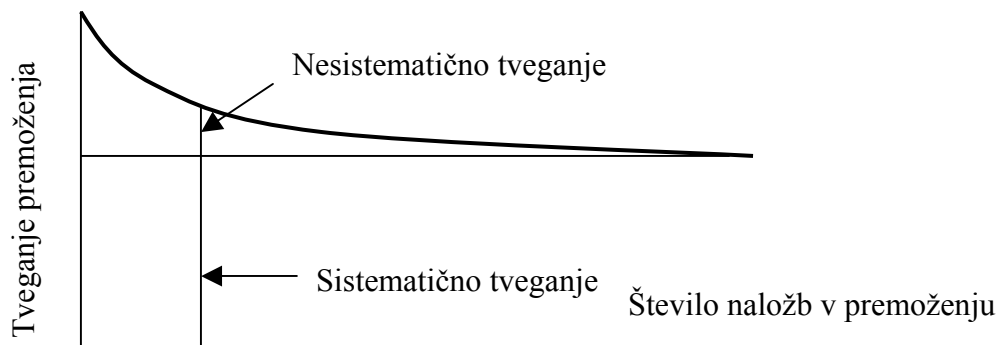
1. POOBLAŠČENA INVESTICIJSKA DRUŽBA

Pooblaščen investicijska družba (PID) je ustanovljena z namenom zbiranja lastniških certifikatov iz 31.člena ZLPP¹ (Uradni list RS, št. 55/92, 7/93 in 31/93, 43/93, str. 1736) in odkupa delnic, izdanih v skladu ZLPP, ki je pričel veljati 13. marca 1994 (Uradni list RS, št. 6/94). Oblika teh skladov je prehodna, saj se bodo morali tisti, ki se še niso preoblikovali, to storiti do konca leta 2003. PID-i se lahko preoblikujejo v prave investicijske sklade, v vzajemne sklade ali javno finančne holdinge.

Osnovni cilj privatizacije je bilo iskanje lastnikov za družbeno premoženje in pretvorba le tega v državno in zasebno lastnino. S tem naj bi se povečala učinkovitost gospodarstva. Tako so državljani Republike Slovenije dobili na dan 5.12.1992 lastniške certifikate oziroma evidenčne račune pri službi družbenega knjigovodstva. Zneski so se gibali od 100.000 do 400.000 tolarjev. Osnova za velikost zneska je bila starost državljana na omenjeni datum. V PID-e je preko privatizacije investiralo 1.300.000 delničarjev (65% prebivalstva) (Žnidaršič, 1999, str. 58).

Investiranje v delnice PID-ov je dokaj varno zaradi razpršenosti njihovih vlaganj v podjetja, banke in druge institucije. S tem se tveganje premoženja močno zmanjša. Praktično se z diverzifikacijo naložb odpravi nesistematično tveganje. Ostane le sistematično tveganje, ki je odvisno od splošno gospodarskih gibanj (Mramor, 1995, str. 88).

Slika 1: Tveganje premoženja

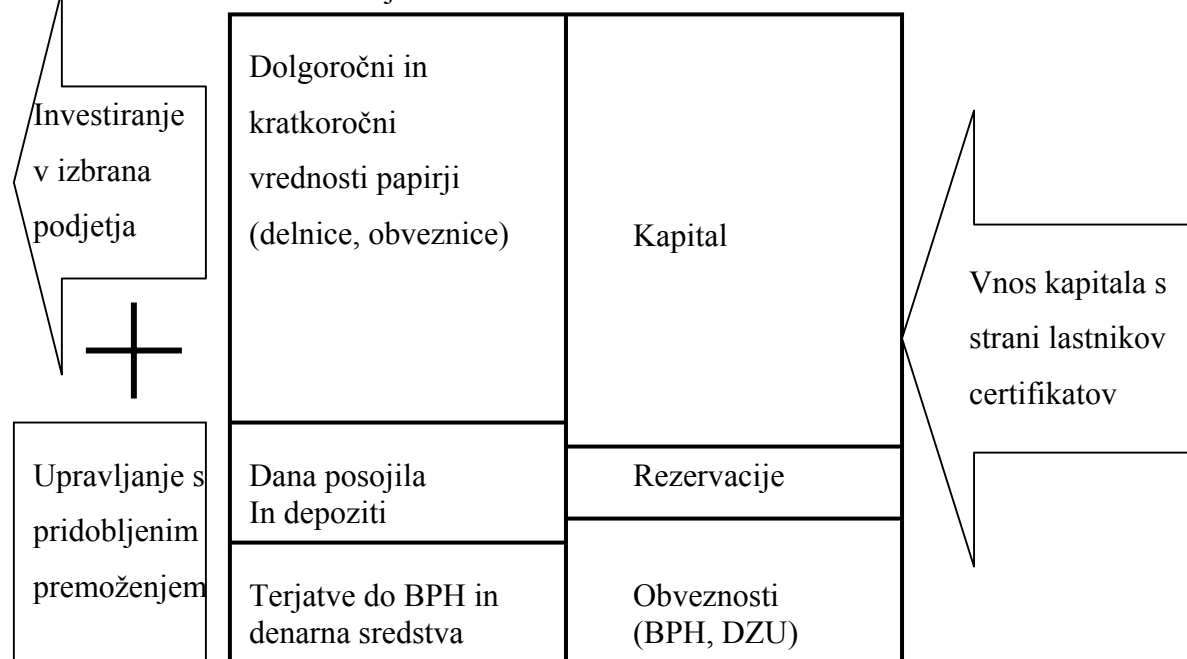


Vir: Mramor, 1995, str. 88.

¹ZLPP - Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij

PID-i pri investiranju analizirajo podjetja, v katera vlagajo. Veliki slabosti za male delničarje sta nezmožnost vplivanja na upravljanje družbe in prodaja njihovih delnic z velikim diskontom. Kljub temu pa je koncentracija lastništva vplivala na povečanje interesa za doseganje uspešnega poslovanja. Na eni strani si skladi prizadevajo za pridobitev ustreznega deleža lastništva za morebitno aktivno upravljanje, po drugi strani pa poskušajo slabša podjetja spraviti na noge. Oboje vodi k povečanju dodane vrednosti.

Slika 2: Struktura bilance stanja PID-a



Vir: Lastna skica narejena na podlagi dejanskih bilanc stanja PID-ov.

1.1. POOBLAŠČENE DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE

PID lahko ustanovi samo ena Pooblaščen družba za upravljanje – PDZU (170. člen ZGD). PDZU-ji imajo dovoljenje za delovanje od Agencije za trg vrednostnih papirjev – ATVP (15. in 16. člen ZISDU/94²). Lahko ustanovijo enega ali več PID-ov. Med ustanovitelji imajo največji delež banke in druge finančne institucije (41%), zavarovalnice (15%), druge pravne osebe (20%) ter fizične osebe (24%). Od tega je bilo leta 1998 kar 10% DZU-jev v 100% lasti fizičnih oseb, kar je predstavljalo 23% celotnega kapitala DZU-jev. Kapital je v veliki večini slovenskega porekla (Žnidaršič, 1999, str. 70).

² ZISDU - Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje

PDZU-ji imajo podpisane pogodbe s PID-i za upravljanje za nedoločen čas. Poleg tega je za prekinitve le te potrebno kar 74% delničarskih glasov, kar je za DZU-je zelo varno, saj lahko pridobijo glasovalne pravice v svojo korist. 40% DZU-jev pa ima pravico do odškodnine v primeru prekinitve pogodbe, kar ni običajna praksa v tujini (Simoneti, 1997, str. 33).

Najnižji znesek ustanovljenega PID-a je moral znašati 10 milijard tolarjev (ZISDU/94). S tega vidika so PDZU-ji ustanovili več skladov, saj je ta omejitev veljala le ob ustanovitvi. Te družbe so se potem lahko združevale in razdruževale z namenom prečiščevanja in usklajevanja svojega premoženja zakonskim normativom za preoblikovanje družb v normalne investicijske sklade ali redne delniške družbe. Seveda morajo za tovrstne poteze pridobiti soglasje od ATVP. Rok za izvedbo preoblikovanja se izteče ob koncu leta 2003.

PDZU deluje kot delniška družba ali pa kot družba z omejeno odgovornostjo. Za ustanovitev mora pridobiti posebno dovoljenje, zanjo veljajo določbe ZISDU. Če PDZU upravlja en sam sklad, je najnižji znesek osnovnega kapitala 50 milijonov tolarjev; za vsak nadaljnji sklad se mora osnovni kapital povečati za 25 milijonov (ZISDU/94).

1.2. OMEJITVE, NJIHOV POMEN TER POSLEDICE

Pooblaščen investicijska družba ni smela opravljati nobene druge dejavnosti razen javnega zbiranja certifikatov iz 31. člena ZLPP ter denarnih sredstev in investiranja tako zbranih sredstev v delnice, ki jih je prodajal Sklad Republike Slovenije za razvoj, druge prenosljive vrednostne papirje in nepremičnine. Kadar PID pri opravljanju dejavnosti iz prvega odstavka tega člena pridobi zadostno število delnic posameznega izdajatelja, sme opravljati tudi dejavnost nadzora in upravljanja takšne družbe – izdajatelja (ZISDU/94).

1.2.1. OMEJITEV NA 20% DELEŽ V LASTNIŠTVU

Posamezna PDZU je ustanovila več PID-ov, saj je vrednost delnic posameznega PID-a ob ustanovitvi znašala največ 10 milijard tolarjev (najmanj 100 milijonov tolarjev). Ob 20 odstotnem kapitalskem deležu namenjenem PID-om so se ti vpletli v lastništvo velikega

števila podjetij. V tem duhu so tudi napovedovali zmanjšanje tveganja zaradi razpršitve lastništva (Simoneti, 1998, str. 63).

Delnice PID-ov niso bile prenosljive do uvrstitve v kotacijo na borzi. Zato tudi Oblika PID-ov kot zaprtih skladov. S tem se je zavarovalo delničarje, saj bi ob možnosti prodaje delnic na trgu cene teh skokovito padle in bi dobili bore malo. PID-i so pred prevelikim izstopom delničarjev zavarovani z nekoliko višjo izstopno provizijo, ki pa naj bi s časom padala. Trenutno pa so delnice PID-ov eno najbolj donosnih oblik vlaganja (1.1.2002 – 31.6.2002 PIX 43% donos).

1.2.2. RAZPRŠENOST INVESTITORJEV

Fizična ali pravna oseba ima lahko v lasti največ 5% vseh delnic posameznega PID-a. Kar preseže omenjeni odstotek, se ne pozna pri udeležbi pri dobičku in pri upravljanju sklada (ZISDU/94). Omejitev ima negativne posledice, ker se nekaterim investorjem ideja o aktivnem nadzoru in upravljanju sklada razblini. Lastniki postanejo pasivni pri izvajanju nadzora, stroški aktivizma pa so previsoki proti potencialnim koristim tega prizadevanja (Simoneti, 1997, str. 25).

Omejitev je najbrž nastala kot obramba pred možno okrepitevijo posameznega delničarja v skladu, ki bi nato vplival na upravljanje sklada v svojo korist. To bi bilo v nasprotju z interesi malih delničarjev. Omejitev pa ni smiselna, saj že obstajajo omejitve pri poslovnih transakcijah med skladi. Poleg tega ni omejitev pri zbiranju pooblastil s strani DZU-jev za glasovanje na skupščinah delničarjev investicijske družbe. S tem DZU-ji preko glasovanja na skupščinah obvladujejo PID-e, ki jih upravljajo. Predstavniki DZU, ki so zbrali pooblastila, lahko na skupščini PID-ov izglasujejo pomembne strateške odločitve z zelo nizko prisotnostjo kapitala (Simoneti, 1997, str. 42). S tem se pokaže še večji nesmisel limita 5%, saj je kljub temu možna akumulacija glasov.

1.2.3. VPLIV PROVIZIJE NA UČINKOVITO DELOVANJE SKLADOV

Cilj provizije bi moral biti tako nagrada kot spodbuda za upravitelja sklada k čim boljšem upravljanju premoženja v svojem portfelju in optimalnega investiranja v gospodarske subjekte. PDZU, ki je ustanovila in upravlja PID, ima pravico do provizije, ki ne sme presegati 3% letne čiste vrednosti sredstev. Prvih pet let poslovanja PID-a si je morala PDZU izplačevati 1/3 provizije v delnicah PID-a. Ima tudi pravico do povrnitve stroškov ustanovitve PID-a v delnicah, a te ne smejo presegati 5% osnovnega kapitala PID-a. PDZU-ji si niso prisvajali manj kot 3% omenjene provizije iz naslova upravljanja, saj je v zakonu določeno, da se v primeru zmanjševanja provizije najprej zmanjšuje denarni del, kar pa bi ogrozilo obstoj teh družb (Žnidaršič, 1999, str. 65). Sicer pa je bilo težko pričakovati, da si bodo PDZU-ji zaračunavali nižje provizije od zakonsko določenih.

Strpnost za slabo upravljanje je znak konkurenčne slabosti v gospodarski tekmi in lovu za razvitimi. Za večjo motivacijo uspešnega upravljanja in konkurenčnega delovanja z vidika cene in kvalitete opravljenih storitev bi bilo potrebno 3% upravljaljsko letno provizijo razdeliti na (Simoneti, 1997, str. 35):

- 0,6% do 1,2% fiksno letno upravljaljsko provizijo, ki bi se zaračunavala od neto vrednosti sredstev,
- ter provizijo, s katero bi si DZU povrnila stroške za upravljanje, predložiti pa bi morala ustrezno dokumentacijo, to pa potrditi nadzorni svet.

1.2.4. OMEJITVE INVESTIRANJA PID-OV

Najprej je obstajala tudi omejitev investiranju v podjetja, ker so PID-i lahko investirali le v premoženje, ki ga je država namenila državljanom v zameno za certifikate. Zaradi tega so imeli PID-i sprva neustrezen delež tržnih vrednostnih papirjev. Potem je bilo dovoljeno investiranje v vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, domačih ali tujih izdajateljev³, dolgoročnih ali kratkoročnih vrednostnih papirjev.

³ ZISDU, 94. člen - Investicijski sklad ne sme imeti več kot 10% svojih naložb v vrednostnih papirjih tujih izdajateljev. Investicijski sklad ima lahko svoje naložbe v vrednostnih papirjih tujih izdajateljev samo, če kotirajo na tistih borzah, ki jih predhodno določi Agencija.

Največ 10% premoženja PID-a smejo predstavljati vrednostni papirji istega ali z njim povezanega izdajatelja. To skupaj z omejitvijo deleža posameznega delničarja pomeni, da so lastniki PID-ov omejeni predvsem na uporabo eksternega kontrolnega mehanizma – prodaje delnic na trgu (Simoneti, 1997, str. 50). Kar pa se uresničuje šele v teh trenutkih, saj so imeli PID-i v preteklih letih precej drugih težav.

PID-i ne smejo vlagati v investicijske družbe, ki so v lasti iste DZU, v druge DZU-je, banke ali borzno posredniške hiše, ki se ukvarjajo s poslovanjem investicijskega sklada (ZISDU/94). Ni smiselno, da se prepoveduje vlaganje PID-ov v druge PID-e, ki niso pod upravljanjem iste DZU. Takšne naložbe bi bile z vidika tveganja in donosnosti lahko bolj varne od naložb v delnice določenih podjetij. Z zakonom so bili izločeni eni najbolj zainteresiranih kupcev delnic PID-ov, ki bi lahko delovali kot kontrola v prid malim delničarjem. Poleg tega bi vse to privedlo do še večje koncentracije lastništva. Veliki skladi bi prevzemali majhne, ki samo čakajo, da se preoblikujejo in uidejo nadzoru, ali pa izčrpavajo zaupani jim kapital z visokimi provizijami (Simoneti, 1997, str. 50).

1.3. NADZOR NAD PID-I IN PDZU-JI

Nadzor nad PDZU-ji in PID-i vrši Agencija za trg vrednostnih papirjev. PID-i so dolžni pošiljati podatke o svojem finančnem položaju, kapitalskih udeležbah v drugih pravnih osebah, o lastnikih osnovnega kapitala, o pojavih plačilne nesposobnosti ter statusnih spremembah. Bistvo nadzora je preglednejše in zakonito poslovanje (ZISDU/94).

V primeru napak ATVP opozori PDZU in PID. Če se napaka ne odpravi v določenem času, je ATVP dolžna odvzeti dovoljenje za opravljanje dejavnosti. To se je zgodilo že trikrat. Brez licenc so ostale: Divida d.d., A-Trust in Nika d.d. Sicer pa hujših primerov v primerjavi s podobnimi tranzicijskimi državami ni bilo, to je afer, tajkunov⁴, pobegov z milijoni če mejo.

⁴ Tycoon je sposoben voditelj, vpliven poslovnež (Masterful Leader, Powerfull Business Person). Gre za osebo, ki je uspešna, a hkrati vzbuja močne dvome, previdnost, zadržanost in morda celo strah (Repovž, 2002, str. 9).

1.4. CILJI IN DONOSNOST PID-OV

Donosnost PID-ov je v korelaciji z donosnostjo podjetij oziroma drugih investicij, ki jih imajo skladi v portfelju. PID-i so prišli na slab glas, ker so lastniki certifikatov, ki so postali njihovi delničarji, kmalu spoznali, da takoj ne bodo dobili ničesar, oziroma nekaj drobiža, da ne omenjam dividend. Državljeni RS so vlagali svoje certifikate in tudi denarna sredstva v podjetja, ki so nazadnje končala v stečaju. Iz tega sledi, da je bila donosnost – 100%. Težko bi rekel, da so imeli tako donosnost tudi tisti, ki niso zamenjali certifikata zato, ker so pozabili, umrli, ga vrgli v smeti, saj si s tem niso pridobili status investitorja.

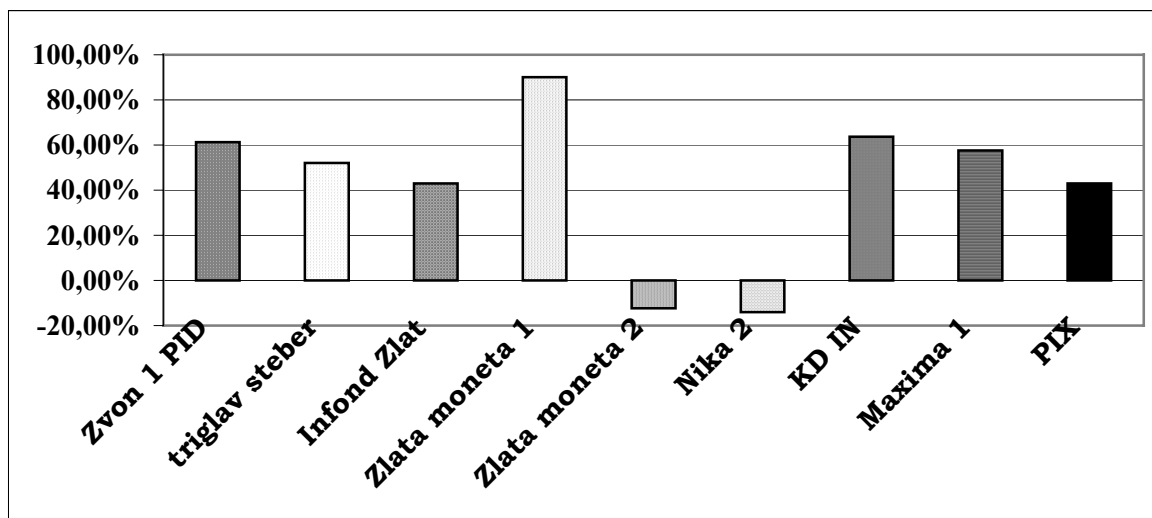
Bistvo je, da so nekateri PID-i z učinkovitim investiranjem in obvladovanjem portfelja dvignili tržno vrednost delnic na solidno raven. Dividende so še danes redkost, so pa zato kapitalski dobički znatni. Ker gre v portfelju velikokrat za podjetja, ki potrebujejo kapital, da se vključijo na pot rasti, je žrtev dividend, nacionalno gledano, povsem upravičena. Pri nas, kot tudi v širšem okolju, prevladuje socialna komponenta v gospodarstvu. Zavidava se posameznikom, ki so se učili na slovenskem modelu privatizacije in obogateli. Vendar jim ni smiselno zameriti njihovo stremljenje za dobičkom. Podjetja, ki niso dovolj dobičkonosna, na dolgi rok ne preživijo. S tem je tudi konec sociale, delavci se znajdejo na cesti. Najbrž je tudi v interesu države, da ima učinkovita podjetja, saj ta zaposlujejo ljudi in plačujejo davke. Nesmiselno je podpirati potaplajoče se ladje z delavci, ki solidarno vztrajajo vse do konca (Gantar, 2002, intervju na TV Slovenija 1).

Tisti PID-i ki so začeli prej polniti svoj portfelj, so lahko prišli do boljšega premoženja in izhodišča. To pomeni, da kriza v podjetjih ni bila prevelika in je bilo možno še kaj postoriti z njimi. To so bili Zlata moneta 1, Triglav steber 1 in NFD. Podjetja ki so se lastnila najprej, so bila tudi uspešnejša od kasnejših. Sedaj imajo pozitiven vpliv na cene delnic PID-ov uspešnost upravljanja s podjetji, dober izbor investicij in odsotnost izrazitega negativnega medijskega mnenja.

Dodana vrednost PID-ov je lahko zelo velika, če jim uspe uspešno prestrukturirati relativno slab portfelj. Delnice PID-ov se splača kupovati, saj se lahko dvignejo na vsaj 80% knjigovodske vrednosti. Investitorji vedno bolj zaupajo tudi drugim finančnim posrednikom poleg bank. Donosi vrednostnih papirjev naj bi postopoma začeli dominirati nad donosi depozitov. Leta 2001 je bilo na Ljubljanski borzi kar za 12% prometa z

delnicami PID-ov, kar je vsekakor osvežilno za slovenski kapitalski trg (Pinterič, 2002c, str. 25).

Slika 3: Donosnost nekaterih PID-ov od 1.1.2002 do 31.6.2002



Vir: Ljubljanska borza in lastni izračuni, 2002.

PID Aktiva Avant je imel leta 2001 kar 120% donos. Direktor sklada pravi, da je bil glavni razlog zapolnitev privatizacijske vrzeli (Petrovčič, 2002, str. 40). Vendar so PID-i v letu 2001 zaostajali za rastjo vrednosti svojih naložb. Razlog je najti v ekspanziji kapitala vzajemnih skladov. Ti so morali zaradi omejitev v tuje naložbe vlagati tudi v nezanimive delnice domačih podjetij (Mikuž, 2002, str. 76).

V prvi polovici leta 2002 je vrednost PID-i strmo naraščala predvsem zaradi treh razlogov:

- močna podcenjenost PID-ov glede na vrednost portfeljev
- zapolnitve privatizacijske vrzeli
- rok za preoblikovanje PID-ov se podaljša do konca leta 2003⁵

Zapolnitev privatizacijske vrzeli je izboljšala zaupanje investorjev v realne naložbe napram različnih vrednostnih papirjev, izdanih s strani države. Tečajji delnic PID-ov se dvigajo, s tem pa narašča tudi zaupanje vlagateljev. Diskonti prodaje teh delnic se zmanjšujejo, vse skupaj se približuje nominalni vrednosti delnic, kar rezultira v manjši ponudbi na trgu kapitala (Mikuž, 2002, str. 20).

⁵ S tem je postala želja mnogih PID-ov za preoblikovanje v vzajemni sklad bolj realna.

1.5. JAVNO MNENJE IN VPLIV INVESTITORJEV NA PID-E

Mediji so imeli precejšen vpliv na pričakovanja in javno mnenje investorjev, ki posledično niso bila preveč optimistična. Obstajal je priokus razočaranja. Dejstva pa kažejo, da (Žnidaršič, 1999, str. 155):

- Noben investicijski sklad ni propadel.
- Mediji so ustvarjali vtis, da gre za ničvredne papirje, certifikate. Vrednost le teh ne znaša sedaj 0 SIT, ampak tudi do 700 SIT. Pred vstopom na borzo so bile delnice PID-ov vredne 150 SIT.
- Mnoga podjetja so šla v fazi privatizacije v stečaj in investiranje v taka podjetja je bilo očitno slabše kot v PID, kar bi in je pomenilo zmanjšanje tveganja.
- Investitorji denarnih sredstev so kupovali delnice PID-ov pred vstopom le teh na borzo z željo po kapitalskih dobičkih in interesu po prevzemu PID-ov.

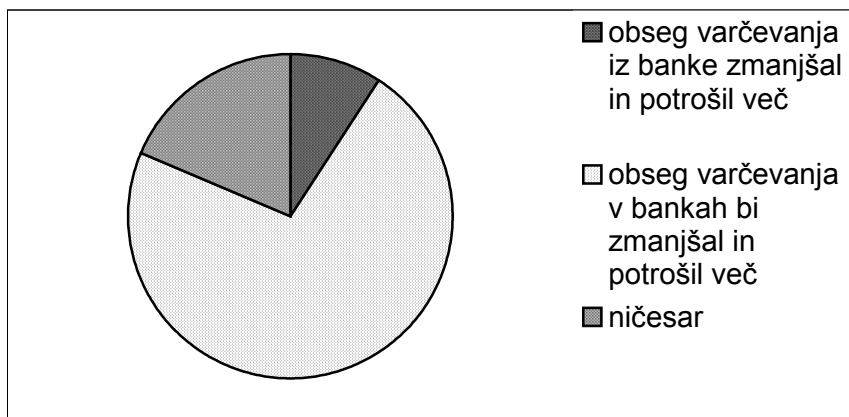
Pri zaščiti malih delničarjev ni smiselno, da država zaščiti morebitne napačne investicijske odločitve. Mnenje Andreja Urbasa, direktorja Združenja DZU je jasno: "Zaščita delničarjev je zagotavljanje širših možnosti za sprejemanje konkretnih investicijski odločitev." Ti pogoji so bili zadovoljeni z izdajo prospekta s pojasnili pomembnih postavk izdajatelja pred kotacijo na borzi. Na spletni strani Združenja družb za upravljanje je prikazana sestava naložb skladov, sprotno poročanje o rezultatih poslovanja in dogodkih, ki bi lahko vplivali na poslovanje. Na koncu so tu še pooblaščen revizorji in nadzorni sveti, ki so odškodninsko odgovorni za morebitne napake ali opustitve dejanj (Pinterič, 2002c, str. 25).

Kakšno je zaupanje malih delničarjev v PID-e? Leta 1999 so imeli ti možnost zamenjave njihovih delnic za pokojninske bone. Samo 5% delničarjev se je odločilo za to potezo. Iz tega bi lahko sklepali, da delničarji zaupajo PID-om dvajsetkrat bolj kot državi. Seveda pri tem ni nedolžen lobij PID-ov pri sprejetju omejitev poslovanja s pokojninskimi boni (Pinterič, 2002c, str. 22). Kljub temu je najbrž vzrok skeptikov in nezadovoljnežev tudi v tem, da kot zahtevano donosnost pričakujejo najvišji njim poznano in ne povprečno donosnost PID-ov. V raziskavi C.E.E.P.N. leta 2001 je samo slabih 12% anketirancev odgovorilo, da je naložba v PID-e primerna. Zanimivo je tudi, da ima od te populacije segment ljudi starih od 18 do 30 let enako mnenje (Kleindienst, 2001, str. 27-30). Iz tega lahko sklepamo, da so mladi pripravljene več tvegati, da imajo bolj pozitiven odnos do

PID-ov in so bolje poučeni o dogajanju na kapitalskih trgih. Vse to naj bi povečalo naklonjenost in živahnost trgovanja na le teh.

Vlagatelji bi se na obdavčitev bančnih vlog odzvali zelo intenzivno. Velika večina bi se jih odločila za zmanjšanje obsega varčevanja v bankah in povečala druge naložbe.

Slika 4: Posledice uvedba davka na bančne obresti



Vir: Kleindienst, 2001, str. 37.

Podoben učinek bi imelo skrajšanje roka naložbe, po katerem kapitalski dobički ne bi bili obdavčeni, kjer bi jih 77,7% anketiranih v delnice vlagali več kot trenutno (Kleindienst, 2001, str. 37).

1.6. PREOBLIKOVANJE PID-OV

PID-i se bodo (v določeni meri so se že) preoblikovali v tri različne pravne forme:

- holding (d.d.)
- vzajemne sklade (premoženje)
- navadne investicijske družbe (d.d.)

Preoblikovanje PID-ov urejata Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU/94) in Zakon o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPSPID). Na potrditev v parlamentu pa trenutno čaka predlog novega ZISDU-ja, ki naj bi v prihodnje urejal celotno področje.

Nekateri manjši PID-i so se preoblikovali že dokaj zgodaj. Velike družbe pa so izvedle konsolidacijo PID-ov in ponovno razdružitvev, tako da so se izoblikovale gmote kapitala različne kakovosti. Na eni strani gre tržno premoženje predvsem v vzajemne sklade, netržni del premoženja pa večinoma v holding. S tem bi se racionaliziralo poslovanje. Za dokončanje preoblikovanja imajo časa še do konca leta 2003.

1.6.1. JAVNI FINANČNI HOLDING

Preoblikovanje PID-a v holding ni v interesu majhnega delničarja. Te pravne oblike namreč ne ovirajo pravila o razpršitvi sredstev, ki veljajo za vzajemne sklade. So zelo svobodni glede poslovanja in naložbene politike. Cena delnic je pogosto prenapihnjena in ni v nobeni povezavi z razmerami na organiziranem trgu. PID-i ki se bodo preoblikovali v javni finančni holding, bodo morali svoje naložbe uskladiti v dveh letih od uveljavitve novega ZISDU-ja. Ta oblika je primerna za preoblikovanje PID-ov iz portfeljskih lastnikov v smeri strateških lastnikov posebno izbrane skupine družb (Mikuž, 2002, str. 20).

Pri preoblikovanju PID-a v holding mora imeti ta v portfelju največ 2% tržnih vrednostnih papirjev. Lahko se zgodi, da bodo holdingi prodali tržne vrednostne papirje, obdržali pa bi nadzor nad manjšimi družbami. Pri tem naj bi holding deloval glede interesov bolj v smeri lastnikov teh družb kot pa malih delničarjev. Izstop delničarjev ne bi bil preprost. Zaradi šibkega povpraševanja po teh delnicah bi dobili zanje izplačane skromne zneske. Zato je v pripravi nov ZISDU, ki bo precej posegel na področje holdingov⁶ (Pinterič, 2002b, str. 27).

⁶ Oktobra 2002 bo prišel v parlament predlog spremembe ZISDU-ja. Glavni predlogi sprememb so (Pinterič, 2002, str. 27):

- Da so finančni holdingi še deset let po preoblikovanju iz PID-ov javne družbe z namenom obvarovanja malih delničarjev. S tem bodo podvržene nadzoru ATVP.
- Če si eden od lastnikov holdinga pridobi več kot 10% glasovalnih pravic, mora dati javno ponudbo za odkup.
- Za preoblikovanje PID-a v holding je potrebna dvotretjinska večina in vsaj polovična udeležba vseh delničarjev.
- Pooblaščenice investicijske družbe bodo imele tako dovolj časa za prilagoditev portfelja, ki je potrebno za njihovo preoblikovanje v vzajemne sklade.

1.6.2. VZAJEMNI SKLAD

V Sloveniji so se v zadnjem času razcveteli predvsem vzajemni skladi. V njih se je povečal obseg kapitala od 1.1.2002 do 9.8.2002 kar za dobrih 135%. Vendar je bila pred tem časom predvsem slaba podlaga, saj smo se po vrednosti vrednostnih papirjev na prebivalca uvrščali med nerazvite razvitega sveta. Slovenec v povprečju vложи v vzajemni sklad 7000 tolarjev na mesec, Irec pa kar 9 milijonov tolarjev (Pinterič, 2002a, str. 66).

Vzajemni skladi so odprti skladi, za katere je značilno, da so v vsakem trenutku pripravljene odkupiti ali prodati delnice skladov. Cena teh se določa dnevno. Od poslovanja je odvisna investicijska moč skladov. Za zagotavljanje visoke stopnje likvidnosti se žrtvuje določen del sredstev. Ti skladi niso pravne osebe, ampak skladi premoženja. Počasi se bo zmanjševala tudi izstopna provizija, iz 25% prvo leto na 12% drugo leto. S tem se bo zagotovila likvidnost skladov, saj se bodo ti zaščitili pred prodajami malih delničarjev. Preoblikovanje v vzajemne sklade, ki morajo imeti v svojem portfelju najmanj 70% tržnih vrednostnih papirjev, je v interesu majhnih delničarjev, ker so naložbe javno znane, imajo pregledno poslovanje, s tem pa se zmanjša tudi tveganje. Ob prelevitvi PID-ov v vzajemne sklade se bo tako še povečal obseg kapitala v vzajemcih, s tem se bo še bolj spremenila struktura lastnikov premoženja. Vendar ima ta porast kapitala tudi slabo stran. Ti skladi so potem prisiljeni kupovati tudi neperspektivne delnice po neugodnih cenah na Ljubljanski borzi. Zaradi tega bodo mnogi vzajemci povečali delež obveznic v portfelju, zaradi česar pa se bo vrednost donosov nekoliko omilila, podjetniki bodo dosegli nižje dobičke (Lubej, 2002, str. 28).

1.6.3. INVESTICIJSKA DRUŽBA

Zaradi slabega premoženja ponekod odpade tudi preoblikovanje PID-ov v navadno investicijsko družbo, za katero mora imeti v portfelju najmanj 60% tržnih vrednostnih papirjev. Investicijska družba spada med zaprte sklade. Ti ne trgujejo s svojimi delnicami, ampak to prepuščajo sekundarnemu trgu kapitala. Z njimi se pač trguje tako, kot se trguje z delnicami katerekoli druge delniške družbe. Organizirane so kot delniške družbe. Investitor kupi delnice le ob ustanovitvi sklada oziroma prvi izdaji delnic, ali pa šele kasneje na sekundarnem trgu kapitala.

2. PROCES LASTNINSKEGA PREOBLIKOVANJA PODJETIJ

Podjetja so se lastnila tako po odplačnem kot neodplačnem modelu razdelitve družbenega kapitala, kjer je bilo za notranje lastništvo namenjenih 60%, institucionalnim lastnikom pa 40% premoženja:

- 40% družbenega kapitala dobijo institucionalni lastniki – Sklad za razvoj 20%, Odškodninski sklad 10% (SOD), Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja 10% (KAD);
- 20% družbenega kapitala se nameni brezplačni interni razdelitvi delnic v zameno za lastniške certifikate;
- 40% družbenega kapitala je namenjeno odplačni privatizaciji – notranji odkup delnic, in to s 50% popustom.

Po mnenju Matjaža Gantarja, managerja Kmečke Družbe, je privatizacija nepoštena, a v primerjavi z drugimi tranzicijskimi državami učinkovitejša. V primeru odločitve načina privatizacije samo po odplačnem Mencingerjevem načrtu, bi bila privatizacija še bolj učinkovita, a manj poštena. Državljeni bi bili še bolj deprivilegirani. Vse to bi najbrž pomenilo še več managerskih odkupov. S tem pa bi bili postavljeni na čelo družb ljudje, ki so pripravljeni tvegati, zahtevali pa bi tudi ustrezno nagrado (Intervju na TV Slovenija I., 2002).

2.1. ZAVIRANJE PRIVATIZACIJE S STRANI DRŽAVE

Pri "lastninjenju po slovensko" sta bili odprti dve vprašanji (Žnidaršič, 1999, str. 49):

- katera podjetja so zavezana k preoblikovanju
- kolikšna je vrednost kapitala, ki bo predmet preoblikovanja

Pokazal se je razkorak med sredstvi, ki so bila namenjena lastninjenju, in kumulativnega certifikatnega zneska. Prva so bila izdatno oslABLJENA zaradi izločitve sredstev iz denacionalizacije in določanja deleža države v kapitalu podjetij, ki so se lastnila. Poleg tega je bila dodatno dana možnost, da se del družbenega kapitala lastnini s terjatvami in danimi popusti v notranjem odkupu delnic. Pomembno vlogo je igrala tudi razlika med ponudbo družbenega premoženja, namenjenega lastninjenju s certifikati, in vrednostjo

izdanih lastninskih certifikatov, ki predstavljajo povpraševanje. Privatizacijski primanjkljaj je bil ob zaključku lastninjena ocenjen na 165 milijard tolarjev (Žnidaršič, 1999, str. 184). Premoženje ki je ostalo v državi, je le ta nameravala izkoristiti za pokrivanje proračunskih lukenj, povrnitev stroškov sanacije bank. Država pa je tudi favorizirala obe paradržavni ustanovi, namenila jima je bolj kakovostno premoženje kot PID-om⁷.

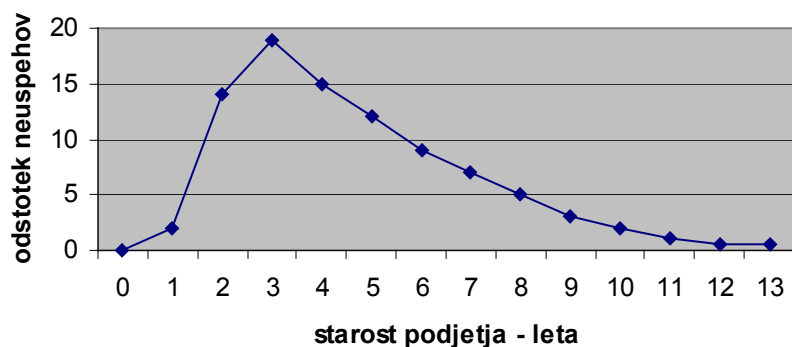
Da je bila privatizacija postopna, ima bolj pozitivne kot negativne posledice. S tem je prerazporeditev lastništev potekala nadzorovano in ni bilo prevelike razprodaje državne lastnine tujcem (Petrovčič, 2002, str. 39). Kot vidimo iz sedanjih primerov, se vrši prodaja predvsem dobrih slovenskih podjetij in drugih institucij (Union, Lek, NLB). Kljub temu, da so PID-i šele konec januarja leta 2002 do konca zamenjali vse certifikate za delnice, je vprašanje uspešnost privatizacije, saj je še precej gospodarstva v lasti države in njenih paradržavnih skladov.

2.2. IZVAJANJE POSLOVNEGA PREOBRTA V PODJETJIH V RASTI

Podjetja so bila pred procesom lastninjenja tako v družbeni, privatni kot mešani obliki lastnine. Ob koncu dvajsetega stoletja so mnoga podjetja propadla. Temu so botrovala napačne poslovne odločitve in neugodno zunanje okolje, kamor lahko uvrstimo razpad Jugoslavije in izguba tega tržišča. Prodaja jim je upadala zaradi previsoke lastne cene. Imela so neustrezen način financiranja, neuskladen denarni tok in slabe terjatve. V končni fazi so postala nelikvidna, kar jim je zabilo še zadnji žebelj v krsto ob razvitosti našega finančnega in kapitalskega trga. Pogostost teh neuspehov ni enakomerno razporejena čez celotno življenjsko obdobje podjetja. Največja verjetnost neuspeha se giblje okoli tretjega leta poslovanja podjetja, nato začne konstantno padati (Končina, 1999, str. 14).

⁷ Med drugim sta sklada dobila 5% delnic NLB-ja. PDZU-ji so ob koncu lanskega leta dali javno ponudbo za premoženje, ki ga je država namenila za krpanje privatizacijskega primanjkljaja. Država je potem naročila cenitev vrednosti osnovnih sredstev v elektrogospodarskih in premogovniških podjetjih ter ugotovila velike razlike med knjigovodskimi in ocenjenimi vrednostmi. DZU-ji so tako v letu 2001 izkazali izgubo, sledil je tudi padec vrednosti delnic PID-ov. Indeks PID-ov (PIX) je izkazoval samo 2,7% letnega donosa (Pinterič, 2002, str. 23).

Slika 5: Krivulja pogostosti neuspehov podjetij v rasti



Vir: Končina, 1999, str. 14.

Zaradi odsotnosti nadzornih in varovalnih mehanizmov, neodzivnosti na poslovne težave in negativnih vplivov zunanjih dejavnikov, perspektivno podjetje pač ni dosegalo optimalne rasti. PID-i so pridobili v svoj portfelj kopico podjetij. Pri tem so dobili možnost reševanja podjetij, ki so zašla v težave zaradi neustreznih poslovnih in strateških odločitev. Da se podjetje lahko reši, morajo biti izpolnjeni vsaj minimalni pogoji (Končina, 1999, str. 17):

- da zunanje okolje podjetja, ki drsi v krizo, še ni odpisalo;
- da ima podjetje še možnost prodaje izdelkov ali opravljanja storitev na trgu;
- da se še ni izvršila dezintegracija notranje strukture in poslovnega sistema podjetja.

Da se ugotovi, kje se podjetje nahaja, ali je precenjeno oziroma podcenjeno na trgu, ali je mogoče pospešiti rast, osvojiti nova tržišča, verjetnost da se ga reši stečaja, je potrebno opraviti ustrezne analize (Končina, 1999, str. 65):

- analiziramo izkaze uspeha za obdobje nekaj preteklih let, kjer se ugotavlja struktura stroškov, analizira dobiček oziroma izguba, ničelna točka dobička;
- analiziramo bilance stanja za obdobje zadnjih nekaj let vključno z zadnjo bilanco, kjer ocenjujemo hitrost obračanja zalog, koeficient likvidnosti, donosnost sredstev, povprečje plačilnih rokov do kupcev in dobaviteljev;
- primerjamo finančne podatke podjetja z rezultati podobnih podjetij;
- analiziramo prilive in odlive sredstev, s tem ugotovimo, kdaj je podjetje zašlo v težave;
- analiziramo prodajo, identificiramo perspektivne proizvodne linije, sezonska nihanja, proizvode v fazi upadanja;

- analiziramo kupce, razvrščamo jih v skupine po spolu, osebnih dohodkih, računamo povprečje enkratnega nakupa, ugotavljamo trende, donosnost posameznih kupcev,;
- opravimo tudi analizo naročil, zaposlenih, pritožb in reklamacij.

2.2.1. INDIKATORJI PODJETJA V KRIZI

Kot je bilo že omenjeno, ni nujno da padejo samo slaba podjetja v krizo. Krizo spoznamo po upadajočih prihodkih, slabem donosu kapitala, preveliki zadolžitvi, slabi investicijski politiki (Končina, 1999, str. 19):

- **Naraščajoča izguba.** Če podjetje nima pozitivne donosnosti, povečanje stroškov in izgube vodi do črpanja likvidnostnih rezerv. Ko so te izčrpane, se pojavi problem z denarnimi tokovi. Do tega je prišlo v Sloveniji zaradi neobvladovanja razpoložljive informatike, nadzora nad poslovnimi sistemi od surovine do prodaje kupcu, nenadzorovanim razmerjem med lastno in prodajno ceno izdelkov. Pri tem PID s pridobitvijo lastništva v takem podjetju pomaga trenutnemu managerju s strokovnjaki pri izhodu iz krize. Seveda pa lahko poskusi zamenjati management z njim ustreznim, ki bo potem poskušal znižati stroške in reorganizirati podjetje.
- **Zniževanje obsega prodaje in tržnega deleža.** To se je slovenskim podjetjem zgodilo ob razpadu jugoslovanskega trga. Pri tem se niso vsa podjetja uspešno obračala proti zahodnim trgov. Škoda je tistih podjetij, ki so imela uveljavljeno in priznano blagovno znamko na zahodnih trgih, pa tega niso izkoristila. Kot primer navajam Elan, ki je trenutno po tržnem deležu izenačen s tujim podjetjem Voelkel, ki ga pred desetletjem ni bilo opaziti na tržišču.
- **Dvig zadolženosti.** Podjetja morajo voditi ustrezno razmerje med lastnimi in tujimi viri v pasivi. Če ta struktura ni ustrezna, se podjetje začne financirati s kratkoročnimi dolgovi. S tem podjetje postane nesposobno, da financira tekoče poslovanje v likvidni obliki. Posledica je torej padeč likvidnosti.
- **Beg dobrih kadrov.** Pri podjetju v krizi zbežijo h konkurenci dobri strokovnjaki in vlečni konji med delavci. PID-i lahko pripeljejo svoje ljudi v management, kar pa ne morem reči tudi za strokovne delavce iz stroke. Ti so tu vitalnega pomena za podjetje, saj imajo izkušnje, strokovno znanje in predstavljajo srce podjetja.

- **Naraščajoči strah managementa.** Ponavadi se le ta slepi glede resnosti krize in sploh ne odreagira vse do zadnjega trenutka. Takrat pa mu strateški partnerji pri reševanju podjetja pridejo še kako prav.
- **Odsotnost strateškega načrtovanja.** Če ima podjetje načrtano strategijo in stalno preverja smer zastavljene poti, potem lažje ugotovi razne odklone. Seveda so pri manjših podjetjih znaki bolj prepoznavni od tistih v srednjih in velikih podjetjih. Da je strategija prava, investitorji pregledajo poslovne rezultate zadnjih nekaj let, opravijo intervju z managementom in tudi z enim od vodilnih oziroma starejših delavcev po delovnem stažu.

Tabela 1: Obrazec hitrega testa položaja podjetja

Kazalnik	Zelo dobro	Dobro	Srednie	Slabo
% deleža kapitala v celotnih obveznostih	>50%	>20%	>10%	<10%
% deleža denarnega toka v prihodkih	>10%	>8%	>5%	<5%
Rentabilnost celotnega kapitala	>20%	>15%	>8%	<8%
Odplačilivost dolga	<3 leta	<5 let	<12 let	>12 let

Vir: Končina, 1999, str. 70.

PID-i kot delni lastniki podjetij, predvsem tisti, ki si prizadevajo za aktivno upravljanje podjetij, se lotevajo izvajanja poslovnega preobrata v določenem podjetju. Pri tem poskušajo pridobiti čim večja pooblastila za odločanje. Poleg tega imajo PID-i v svojem portfelju več takih podjetij. S tem si nabirajo izkušnje in ustrezno znanje pri sanaciji podjetij in uresničujejo tako svoje kot narodnogospodarske cilje.

2.2.2. TVEGANJA IN UKREPI PRI URESNIČEVANJU NAČRTA RASTI

PID-i so očitno zainteresirani za rast podjetij, ki jih imajo v svojem portfelju. Vse to se odraža tudi pri njihovi tržni ceni delnic. Če narašča vrednost delnic podjetja v portfelju, v katerem ima občuten delež, se povečuje tudi vrednost delnice PID-a. Poleg tega se je slabih podjetij v portfelju težko znebiti. Postavlja se vprašanje cene, po kateri bi jih bil nekdo pripravljen kupiti. Ta cena se zviša v primeru uspešno okrepitve podjetja, tako pa se tudi poveča zaupanje potencialnih vlagateljev v PID-e.

PID-i zmanjšujejo tveganja oziroma ovire pri uresničevanju načrta rasti. Ti kot institucionalni investitorji sledijo profitnemu motivu, obnašajo se racionalno in zahtevajo

rast podjetja, saj na sledeč način tudi maksimizirajo svoje premoženje, ki je vloženo v podjetje. V njem morajo biti sposobni izvajati ustrezno žetveno strategijo, zastaviti ustrezno strategijo rasti, takoj ko se pojavijo pogoji in razlogi zanjo (Tajnikar, 2000, str. 22). Podjetja s pomočjo skladov lažje pridejo do:

- finančnih sredstev, če se zdijo institucionalnim investitorjem privlačna;
- navezovanja stikov in priskrbe ustreznih nujnih resursov oziroma inputov ali nedokončanih proizvodov s strani drugih podjetij, saj imajo PID-i razpršene investicije v množici podjetij;
- managementa, ki že ima izkušnje s sanacijo podjetja;
- tržnih kanalov in preprečevanju blokad dejavnosti podjetja;
- dovoljenj s strani lokalnih oblasti;
- večje fleksibilnosti glede na spremembe povpraševanja in moči konkurence;
- s kapitalom institucionalnih investitorjev podjetja lažje sledijo tehnološkim zahtevam trga.

Nekateri PID-i javno priznavajo namero po aktivnem obvladovanju podjetij. Cilj dosežejo z infliracijo svojih ljudi v nadzorni svet. S tem želijo imeti določeno stopnjo nadzora v podjetju, skušajo motivirati zaposlene in izvesti nujne spremembe. Če je nujno in potrebno, skušajo doseči (Tajnikar, 2000, str. 55):

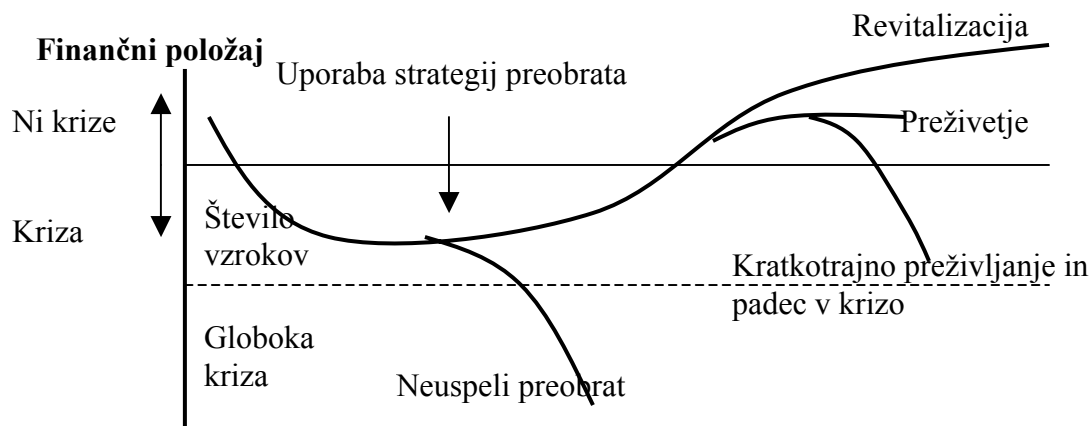
- Zamenjava managementa. Nato se pripelje v določeno podjetje zunanji tim strokovnjakov, katerih naloga je sanirati ali pospešiti rast podjetja.
- Analizira se poslovni položaj s strani teh izvedencev. Pripravi se načrt sanacije in izvedba le tega.
- Sledi faza zaostrenega ukrepanja. Tu se poskuša povečati likvidnost podjetja s povečanjem prilivov denarnih sredstev z dezinvestiranjem, zmanjšanjem stroškov, povečanjem obsega prodaje, prodajnih cen. Krizni management izvede centralni finančni nadzor in decentralizacijo odločanja. S tem postane sprejemanje poslovnih odločitev preglednejše. Dogajanje pa ima tudi neprijetno stran z odpuščanjem delavcev.
- Kot zadnja stopnja je faza strateških sprememb. Strategija mora biti proizvodno tržno usmerjena. Podjetje ima sedaj dovolj sredstev za uresničevanje le te. Pri uspešni izvedbi strategije se preusmeri poudarek k normalizaciji denarnih prilivov k doseganju dobička.

2.2.2.1. USPEŠNOST SANACIJE

PID-i imajo srečo, kadar naletijo na podjetje, ki je padlo v krizo zaradi nesposobnosti posloводства, saj lahko skladi z zamenjavo tega v kratkem roku dosežejo izboljšanje stanja podjetja. V primeru prevlade zunanjih dejavnikov, to je tistih, na katere niso mogli vplivati, pa je revitalizacija podjetja nekoliko težje izvedljiva. Najhujša je kronična nelikvidnost, saj so vzroki zanjo najbrž številni, preobrat pa skoraj nemogoč. Lahko se tudi zgodi zamenjava managementa in kratkotrajna umiritev razmer, tako da se podjetje po tem ponovno sooči s krizo. Postopna celovita revitalizacija uspe le 20% podjetij, ki so zašla v akutno zrelo krizo. Podjetja v obvladljivi krizi imajo večjo možnost preživetja, možnost te je premosorazmerna z dolžino časa. Revitalizirana podjetja ponavadi ne dosegajo visokih dobičkov in drugih uspešnih poslovnih oziroma finančnih kazalcev. Za kaj takega morajo doseči prepoznavno konkurenčno prednost na trgu, osvojiti moderne tehnologije in proizvode in si z ustrezno tržno strategijo zagotoviti nadaljnjo rast in razvoj podjetja (Končina, 1999, str. 90).

V podjetju, ki ga saniramo, izdelamo sanacijske bilance. Poznamo otvoritvene, vmesne in končne sanacijske bilance. Na izid sanacije pozitivno vplivajo dokapitalizacija, zmanjšanje kapitala, odpis terjatev s strani upnikov, povečanje vrednosti sredstev zaradi prevrednotenja. Medtem ko imajo kritje izgube, odpisi slabih terjatev, zmanjšanje vrednosti sredstev zaradi prevrednotenja negativen vpliv na izid sanacije (Končina, 1999, str. 75).

Slika 6: Vzroki in globina krize ter možnosti preživetja in revitalizacije podjetja



Vir: Končina, 1999, str. 90.

2.2.3. KORPORACIJSKO PRESTRUKTURIRANJE PODJETIJ

Cilj korporacijskega prestrukturiranja je v povečanju učinkovitosti poslovanja družbe, kar vodi v povečanje obsega prodaje, tržnega deleža in zmanjševanje stroškov. Tako si podjetje s strateško usmeritvijo povečuje dobiček. Ključni elementi korporacijskega prestrukturiranja so (Filipič, 1998, str. 149):

- Reorganizacija odnosov v družbi, na kar vplivajo združitve in prevzemi. Njihov cilj ni samo povečevanje prodaje, ampak tudi racionalizacija stroškov.
- Povečevanje vpliva lastnikov na ključne odločitve pri vodenju podjetij. Zanj je značilna velika vpetost managementa v lastništvo podjetij. S tem management in lastništvo stopata skupaj tvegani ekspanzivni politiki podjetja naproti. Za hitro stopnjo rasti so pomembne predvsem združitve in prevzemi. Ti so tudi sredstvo za:
 - pridobitev novih znanj;
 - vstop na nov trg;
 - povečanje prodajnih možnosti;
 - izločitev konkurenta;
 - čisti finančni motiv.
- Večja uporaba finančnega vzvodja, kot zahteva po večanju donosa vloženega kapitala.

3. LASTNIŠKA STRUKTURA V PRIVATIZIRANIH PODJETJIH

Pomembno vlogo pri lastniškem deležu imajo predvsem notranji lastniki in DZU-ji oziroma PID-i. Vpliv na podjetja si lahko zagotovijo s pomočjo svojih predstavnikov v nadzornem svetu. Seveda so tu še privatizacijski delničarji, toda ti nimajo pomembnejšega interesa, moči in informacij pri upravljanju podjetij. DZU-i si lahko pridobijo glasove z zbiranjem pooblaščenih glasov delničarjev. Taka lastniška struktura zaenkrat še ni idealna, ker se še vedno pojavlja interes po kratkoročnih dobičkih. Zanimarja pa se dolgoročni razvoj podjetja in povečevanje njegove vrednosti. Problem je v relativno majhni tržni prisotnosti. S kotacijo na borzi so takšne in drugačne družbe dobile tržno vrednost. S tem so tudi dobili vsi, ki nimajo pravega interesa z lastništvom v podjetjih, priložnost po zapustitvi sistema in predati oziroma prodati lastništvo zainteresiranim.

Pri nas o poslovanju podjetja odloča divergentna sestava lastništva, tako zaposleni kot managerji, ki nimajo pravih interesov za učinkovito konkurenčno organiziranje podjetja. S tem tudi nadzorni sveti izgubijo svojo vlogo. PID-i imajo s svojimi zunanjim lastništvom velik vpliv na konkurenčnost in s tem dolgoročen obstoj in razvoj podjetij. Po mnenju Darka Horvata, direktorja Aktive Group, se sedaj dogaja koncentracija kapitala. Prihaja tudi do enotnih meril glede vsebine cilja poslovanja podjetij, ker jih ne more biti pet naenkrat, od dobička, rasti tržnega deleža, obsega prodaje... (Petrovčič, 2002, str. 39).

Bistvo trga je neoviran in preprost vstop in prav tako izstop akterjev. Razumljivo je, da v začetku niso bile delnice prisotne na borzi, saj bi cena zaradi prevelike ponudbe oziroma izstopa delničarjev občutno padla. Izstopne možnosti so, kar se tiče kapitala, omejene zgolj na pripojitve in notranji odkup s strani vodilnih v podjetju in ne Ljubljanske borze zaradi nerazvitosti finančnega sistema. Kapital, ki priteka v Slovenijo, je predvsem dolžniške narave. Država je v zadnjih letih bolj malo naredila za razvoj institucij trga kapitala, katerim je namenila majhen delež v davčnih prihodkih. Slednje je raje namenjala za sanacijo neperspektivnih, zgubarskih, delovno intenzivnih podjetij. S strani države bi bilo potrebno uvesti davčne olajšave za dolgoročne naložbe skladov kapitala (Žugelj, 2001, str. 142).

3.1. IDEALNA STRUKTURA LASTNIŠTVA ZA PID-E V PODJETJIH

Direktor Aktive Group, Darko Horvat, trdi, da je njihov cilj aktivno upravljanje podjetij. Podjetja, v katera se odločijo investirati, so zelo skrbno izbrana. Preučijo se rezultati podjetij, produktivnost, povečevanje dodane vrednosti. Ti rezultati se po teh podjetjih tudi spremljajo z izdelanim notranjim modelom (Petrovčič, 2002, str. 40). Potem se začne neusmiljeno rezanje balasta odvečnih ljudi in nedonosnih programov. Vendar se ne znebijo vedno starega managementa. Primera sta Stanislav Murko (TKI Pinus) in Gregor Tratnik (TIM Laško). Murko se je po mnenju Aleša Okorna, namestnika generalnega direktorja Aktive Group, izredno izkazal. Po izgubi 80 odstotkov trga, je ustvaril še uspešnejše podjetje z razvojem novih izdelkov in osvajanjem novih trgov (Šmuc, 2002, str. 20).

Andrej Urbas meni, da je cilj PID-ov povečati deleže v perspektivnih podjetjih in hkrati zmanjševati deleže v neperspektivnih družbah. S tem se želi vplivati na odločanje v nadzornih svetih in skupščinah družb (Pinterič, 2002c, str. 25).

3.1.1. PRIMERI AKTIVE PRI UPRAVLJANJU S PODJETJI

Vendar odstotek lastništva ni vedno dovolj za morebitno aktivno upravljanje podjetij. Glede na način privatizacije so PID-i naleteli v lastninjenih podjetjih na močno notranje lastništvo, ki je bilo v rokah zaposlenih in managerjev. Nekje je dovolj 30%, drugje mora biti prisoten več kot 50% delež lastništva. Pri tem je odvisno, kako so notranji in zunanji lastniki usklajeni pri ciljih poslovanja. Kot primer, Aktiva je imela kar četrtinski delež v Tehnunionu in samo enega člana v nadzornem svetu od skupno sedmih. S tem je bilo skladu onemogočeno strateško poslovanje in upravljanje s podjetjem Tehnunion. Zaradi močne naveze management in zaposleni se je odlašalo odpuščanje presežka zaposlenih vse do trenutka, ko je bilo že prepozno. Oddani so bili distribucijski kanali, dobavitelji so postali nezadovoljni. V skladu so bili aktivni pri svetovanju podjetju. Podjetju so predlagali, da se pri gospodinjskih aparatih razširi na prodajo na drobno. Predvidevali so, da Tehnunion samo kot uvoznik ne more ostati sam. Ob vsem tem Darko Horvat obžaluje zamujene priložnosti, ki so nastale prav zaradi neugodne lastniške strukture. Pravi da bi lahko takrat kupili Kovinotehno, Elektrotehno ali Big Bang, ki ga je potem kupil Merkur. Jurij Schollmayer je takrat iskal denar za ustanovitev Bofexa, ki ga je potem dobil pri skladu tveganega kapitala Horizonte. Pri Aktivu menijo, da bi ga lahko dobil tudi pri njih. Darko Horvat: "Za en milijon mark je bilo pred šestimi leti mogoče kupiti veliko več kot sedaj." (Petrovčič, 2002, str. 40).

Primeri uspešnega upravljanja PID-ov s perspektivnimi podjetji seveda obstajajo. Na primer Tim Laško, v katerem je imel in ima PID Aktiva dobrih 50% lastništva. Podjetje je bilo na robu propada in se je z učinkovitim prestrukturiranjem s strani lastnikov pobralo. Sedaj je eno od vodilnih podjetij v svoji panogi. Najprej so prestrašili podjetje, češ da imajo presežek 200 zaposlenih, a so jih nazadnje odpustili le 30 odstotkov tega, ostale so prekvalificirali ali zaposlili v dejavnostih, ki so jih izločili iz TIM-a. Podjetje tako že dve leti raste z več kot 20 odstotno stopnjo. To jim je uspelo še z dvema prevzetima podjetjema, tako da so s skupnimi močmi osvojili trg (Šmuc, 2002, str. 20).

Dejansko je filozofija Aktive, da se vlaga v podjetja na dolgoročno prihodnost, če pa ne, se prepusti delež po primerni ceni drugim lastnikom, ki potem s tem naredijo, kar hočejo. Tako so v letošnjem letu prodali nekaterim vlagateljem in managementu Ljubljansko Mestno optiko. Uspešno prodajo so opravili tudi z Valkartonom, za katerega so iztržili

ceno kar za 63% nad povprečno tržno vrednostjo. To jim je uspelo z manevrom ogrožitve tržnega deleža hrvaškega Belišča. Valkarton niso izčrpavali z dividendami, ampak so denar porabili za naložbe in prevzeme drugih podjetij, da je to pridobivalo na trgu po moči in obsegu. Tako da so Belišče dobesedno prisilili v prevzem. Za Aktivo so privlačna podjetja tudi iz naslova nepremičnin. Tako je podjetje Koto, ki se ukvarja s predelavo odpadkov. Stavbo ima na Miklošičevi v centru Ljubljane. Poleg omenjenihima Aktiva več kot 51 odstotni delež še v EGP Škofja Loka, TKI Hrastnik, Comet Zreče in KIG Ig (Šmuc, 2002, str. 22).

3.1.2. PREVZEMI S POMOČJO SKLADA LASTNIH DELNIC

Če spet vzamemo za primer Aktivo, sledeča uporablja kot orodje za prevzem podjetij tudi odkup lastnih delnic. S tem se malim delničarjem "vsili" pogoje za odkup. Podjetje namreč s pomočjo nadzornega sveta izglasuje oblikovanje sklada lastnih delnic. Posledica je manj kapitala, saj se sklad lastnih delnic umakne v breme osnovnega kapitala, tako da se nato dobičkonosnost poveča. S tem se povečuje lastniški delež Aktive, ki tako postanejo večinski lastnik. Ob ugodnejših kazalcih poslovanja se viša tudi tržna vrednost delnic prevzetega podjetja, s tem pa tudi možnost zaslužka sklada z njegovo prodajo (Šmuc, 2002, str. 20).

Tabela 2 : Primer oblikovanja sklada lastnih delnic *v tolarjih*

Opis	V breme	V dobro
Oblikovane sklada lastnih delnic: revalorizacijski popravek kapitala sklad lastnih delnic	1.259.000	1.259.000
Nakup lastnih delnic: lastne delnice žiro račun	1.800.000	1.800.000
Prodaja delnic: lastne delnice žiro račun zmanjšanje prenesenega dobička iz prejšnjih let sklad lastnih delnic revalorizacijski popravek kapitala	1.750.000 50.000 1.259.000	1.800.000 1.259.000

Vir: Turk, 1999, str. 262.

V tem hipotetičnem primeru podjetje oblikuje sklad lastnih delnic iz revaloriziranega popravka kapitala, oblikovanega v preteklih letih. Uprava pridobi 10% the delnic na trgu po 1.800 tolarjev za delnico, te pa prodaja zaposlenim za 1.750 tolarjev. Lahko bi jih kupili tudi sami (uprava). Kot je razvidno iz primera, se jih kupi po znižani ceni, za kar pa se oslabi preneseni čisti dobiček iz preteklih let. Kaj je dobro in kaj slabo, je odvisno od konkretnega primera.

Vendar je oblikovanje sklada lastnih delnic smiselno le v primeru, če je prevelik delež lastniškega kapitala v podjetju. Tega se potem "zamenja" z dolžniškim. Sklad se oblikuje, ko je cena delnic na trgu prenizka ali ko podjetje nima dobrih investicijskih možnosti. S tem se lahko izčrpa precej obratnih, lahko celo osnovnih sredstev podjetja. Sklad potem proda podjetje po višji ceni od notranje vrednosti. V Aktivih odgovarjajo, da je veliko podjetij v Sloveniji prekapitaliziranih. Posledica tega je, da jih ima zelo malo dosega pozitivno ekonomsko dodano vrednost (Šmuc, 2002, str. 20).

3.2. KORPORATIVNO VODENJE PODJETIJ

Mnenje Darka Horvata je, da se ne upoštevajo načela korporativnega vodenja podjetij (corporate governance). Da skladi niso upravljani v korist upravljalcev ampak v korist delničarjev, poskrbi kontrola, ki poteka z notranjimi mehanizmi (nadzorni svet, konkurenca med managerji znotraj podjetja) in zunanjimi mehanizmi kontrole (konkurenca med managerji, učinkovit trg kapitala) (Drevenšek, 2002, str. 28).

- **SISTEMI ODLOČANJA** – V praksi se je pokazalo, da je učinkovita delitev funkcije nadzora na dve veji. To naj bi bila nadzorni svet in skupščina delavcev. Ker ne pride do notranjih kupčij med upravo in nadzorniki, se poveča uspešnost poslovanja.
- **MONITORING POSLOVANJA** – Potrebno je spremljati in nadzorovati poslovanje, da lastniki in upravljalci vedo, kje podjetje je in kam gre. Slaba stran monitoringa so visoki stroški.
- **NAGRAJEVANJE MANAGERJEV** – Zelo pozitiven je obstoj neodvisne komisije za nagrajevanje managerjev, da si ti ne prigrabijo preveč za svoje dosežke in ne izgubijo rdeče niti za zadovoljevanje ustreznih interesov.

- **LASTNIŠKA SESTAVA** – Obstoj delniških opcij je pozitiven, ker se s tem izenačujejo interesi lastnikov in managementa. Motivirani so za povečevanje vrednosti premoženja, kar pa je tudi obramba pred morebitnimi prevzemi, saj morajo prevzemniki plačati višjo ceno. Za delničarje pa ni dobro, saj interes po kratkoročnih dobičkih nadomesti interes po maksimizaciji enote premoženja.
- **PREVZEMNA KONKURENCA** – V primeru vstopa PID-a v lastništvo podjetja se povečuje likvidnost delnic, saj se povečata živahnost poslovanja in učinkovitost delovanja kapitalskega trga. S tem se omogoči pravičnejše vrednotenje podjetij in zmanjša možnost za prevzeme.

Investicijske družbe so zaradi svoje narave zaprtih investicijskih skladov dom za dolgoročne vlagatelje, delničarje. Prav tako je sedaj s PID-i na organiziranem prostem trgu. Delničarji lahko izstopijo iz trga, a bodo pri tem realizirali prevelike kapitalske izgube. Zato se jim bolj splača ostati v krogu institucionalnih investitorjev in počakati na boljše čase, morebitno tujo konkurenco, razširitev trga čez meje Slovenije, skratka na povečanje vrednosti delnic PID-ov.

3.2.1. PID-I KOT ZUNANJI LASTNIKI

Zunanji lastniki so lahko strateški ali portfeljni. Ni dobro pričakovati, da bodo PID-i ostali dolgoročni strateški finančni lastniki določenih podjetij, v katerih so povečali svoj delež lastništva. Da bi to bilo izvedljivo, bi moralo to podjetje izkazati z visoko stopnjo donosnosti, tako kapitalske kot dividendne, saj dolgoročni investitor želi naložbo v delnico s konstantno rastjo (Filipič, 1998, str. 153).

Druga vrsta zunanjih lastnikov so portfeljni lastniki, kar so PID-i že od vsega začetka. Njihov cilj so bolj kot dividende kapitalski dobički teh podjetij, kar pomeni razliko v ceni med prodajno in nakupno vrednostjo. PID-i so kot kapitalski lastniki dolžni izkazati učinke svojih naložb v lastnih poslovnih rezultatih., ki jih spremljajo njihovi delničarji. Odsotnost kapitalskih kot dividendnih dobičkov pri PID-u vodi k umaknitvi svojega deleža s takega podjetja. Umik se zgodi v primeru, če je onemogočena sanacija iz raznih razlogov, ali pa sploh ni mogoča, oziroma je nesmiselna. PID-i z iskanjem rešitev za podjetje v portfelju opravljajo tudi vlogo prevzgojiteljice uprav v učinkovite skrbnike kapitala (Filipič, 1998, str. 153).

Prednost PID-ov kot portfeljskih ali strateških lastnikov za določena podjetja v njihovem portfelju so v koncentriranem znanju, s katerim lahko upravam družb preko nadzornih svetov, kjer naj bi bili strokovnjaki, pomagajo vstopiti na hitrejšo in učinkovitejšo pot k uspehu. V primeru managerskega odkupa grede uprave podjetij k reorganizaciji, ki vodi k večji učinkovitosti poslovanja. S tem se povečajo možnosti in obseg bodočih donosov. Vse to pa predstavlja cilj naložbenih pričakovanj PID-ov. S tem se lahko tudi podaljša prisotnost PID-a v družbi, nad katero še naprej vrši nadzor s pomočjo nadzornega sveta.

PID-i pa v nadzornih svetih niso sami. Zakon o soupravljanju delavcev določa, da morajo ti imeti minimalno 50% svojih zastopnikov v nadzornem svetu. Kar pa deluje bolj negativno kot pozitivno na nadzor nad upravo, saj mora ta slediti tudi socialnim zahtevam zaposlenih, včasih tudi na škodo hitrejšega razvoja v podjetjih. S tem se lahko onemogoči korporacijsko prestrukturiranje.

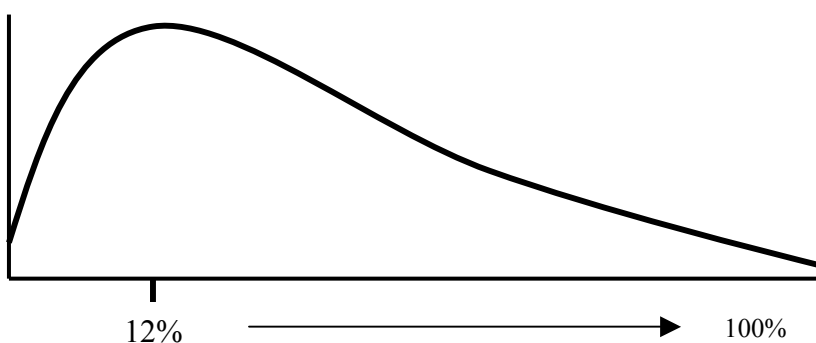
PID-i so portfeljski lastniki, ki izvajajo nadzor nad upravo s člani v nadzornem svetu, z neposrednimi kontakti z upravo družbe in preko medijev. Poglavitni cilj je donos na kapital, tako v obliki kapitalskih dobičkov kot dividend. PID-i so koncentrirali deleže tudi v velikih, trenutno neuspešnih podjetjih, da zagotovijo lastniško podporo pri njihovem prestrukturiranju (Filipič, 1998, str. 156).

3.2.2. IDEALNA STRUKTURA LASTNIŠTVA MANAGEMENTA OLASTNINJENEGA PODJETJA

Da skladi vplivajo na ugoden razvoj podjetja v njihovem portfelju, je potrebno vzeti v precep lastniško strukturo in morebitno spremembo le te. V sili je potrebno pripeljati tudi svoje ljudi, če se obstoječi izkažejo za nestrokovne. Lahko pa tudi razmislijo o spremembi lastniškega deleža trenutnih upravljavcev podjetja, kar naj bi povečalo uspešnost poslovanja podjetja. V ZDA se je lastniški delež managerjev podvojil v zadnjih dvajsetih letih. Idealni lastniški delež managerjev naj bi bil med 12 in 25 odstotki. Delež managerja ima dva ugodna učinka (Peklar, 2002, str. 47):

- Usklajevalni učinek (incentive alignment effect) – Ker so sedaj delni lastniki podjetja, so bolj pazljivi pri odločitvah glede tveganih naložb. Zato se znatno znižajo izplačani denarni zneski in nagrade, omeji se zadolževanje podjetja.

Slika 7: Optimalni lastniški delež managementa in šibkost nadzornih svetov



Vir: Peklar, 2002, str. 48.

To je tudi v interesu delničarjev. Naj se ustvari okolje, v katerem ti ne bodo bežali iz sistema, ampak v sistem. Večji lastniški delež managerjev pa ima negativni napeljevalni učinek (entrenchment effect), katerega rezultati se kažejo kot zmanjševanje ali neodobritev izplačila dividend, povečevanje obsega podjetja čez optimalno mejo.

Pojavi se negativni učinek vpliva cene kapitala (cost of capital argument). Ta argument v Sloveniji ne zdrži prakse, saj velja le tam, kjer je organiziran trg vrednostnih papirjev poglavitni vir financiranja. Večanje koncentracije lastništva slabi poslovanje družbe, ker se povečajo stroški kapitala in se poslabša likvidnost lastniške strukture na trgu kar zmanjša možnost razpršenega iskanja vlagateljev.

- Vpliv na podražitev prevzema (take over premium argument) – Ker imajo že dobršen lastniški delež, je s tem možnost prevzema močno zmanjšana. Kot delni lastnik managerju tudi ne bo vseeno, kaj se dogaja s podjetjem, s tem je motiviran za čim boljše upravljanje s podjetjem. Če organiziran trg deluje, se to pozna kmalu na vrednosti delnic, s tem pa bi moral morebitni prevzemnik primakniti še dodatno vsoto kapitala.

Idealni delež lastništva managementa v podjetju je torej od 12% do 24%. V Sloveniji je delež lastništva managementa relativno majhen zaradi nelikvidnosti delnic in splošni nenaklonjenosti do managerskih odkupov. Pri tem bi morala pomagati tudi država z neselektivno davčno politiko (Peklar, 2002, str. 48).

PID-i z agresivno politiko prav gotovo lahko vplivajo na strukturo lastništva s člani v nadzornih svetih, z informacijami, z možno nastavitvijo svojega managementa. Treba je

ločiti slaba podjetja, ki so v stagnantni panogi, z zastarelo tehnologijo, neperspektivnimi produkti, od podjetij, ki so bila v razsulu predvsem zaradi slabega vodenja in organizacijske strukture. Najbrž je lažje pripeljati sposobne ljudi v Elan, kot narediti iz Peka ugledno blagovno znamko.

3.3. NADZORNI SVET IN UPRAVNI ODBOR

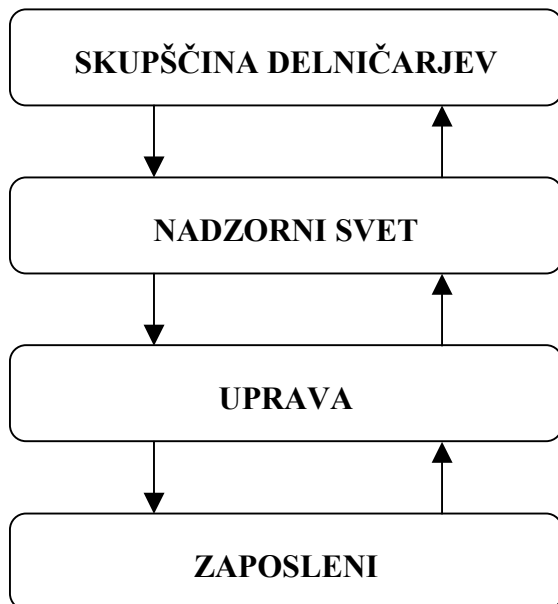
V Sloveniji imamo uveljavljen dvotirni sistem upravljanja (ravnateljstva) in nadzora nad podjetjem. Sistem je značilen za germansko prakso in Japonsko, medtem ko je lastnost anglo-ameriškega sistema enotirni sistem. Oblast notranjih in zunanjih članov je združena v "Board of Directors" (Tekavčič, 1998, str. 121). V svetu je le dobra desetina družb, ki uporabljajo dvotirni sistem. Gre za aktiven način nadzora upravljanja podjetja, kjer skušajo delničarji vplivati na obnašanje uprave z nadzornim svetom. Pasivni način nadzora poznajo predvsem v ZDA in Veliki Britaniji, kjer delničarji enostavno zapustijo podjetje in investirajo drugam. To jim med drugim omogoča razvitost likvidnih kapitalskih in finančnih trgov. Problem našega sistema nadzora je prevelika razpršenost delničarjev. Ti seveda nimajo časa in potrebnih informacij za spremljanje oziroma nadzor podjetja. Če bi vsi delničarji tako reagirali, bi delovalo podjetje praktično brez nadzora. S tem bi dobili člani uprave možnost za povečevanje osebnih koristi na račun podjetja, oziroma šli bi njegova sredstva, ne pa usmerili napor v doseganje dobička. Institucionalni investitorji imajo tu s koncentracijo lastništva pozitiven doprinos k razvoju teh podjetij (Poirson, 1997, str. 13).

Vlogo nadzora imata nadzorni svet in skupščina delničarjev, na vesti uprave pa je management. Člani nadzornega sveta so prav tako odgovorni za (ne)uspešno poslovanje podjetja kot uprava, saj je ta izvoljena s strani nadzornega sveta. Tu mora biti ustrezno komuniciranje med obema vejama v smislu pošiljanja računovodskih izkazov, analiz in drugih poročil nadzornemu svetu, ki pa mora biti pismen v računovodskem, finančnem, tržnem in še katerem drugem pomenu. S tem se vrši učinkovit nadzor, saj se odkrivanje napak in nevarnosti v poslovanju močno poveča (Tekavčič, 1998, str. 124).

PID-i s svojimi ljudmi v nadzornih svetih ne morejo prevzeti naloge upravljanja. Seveda pa poskušajo vplivati na strateške odločitve o poslovanju s strani uprave. Vpliv vršijo s tekočim nadzorom, kar jim omogoča dostop do notranjih informacij. Pri tem jim tudi

svetujejo. na ta način so lahko tudi pravočasno opozorjeni na določene točke, ki ne vplivajo pozitivno na njihove interese. Pojavlja se vprašanje politike v poslovnih družbah, če drži, da so vodstva skladov in njihovih DZU-ov postavljeni pod močnim vplivom političnih strank (Tekavčič, 1998, str. 122).

Slika 8: Upravljanje in ravnateljevanje v podjetjih



Vir: Tekavčič, 1998, str. 122.

V podjetju mora prevladovati pozitivna klima, pripadnost zaposlenih in vodstva podjetju k določenemu cilju. Predvsem pa mora biti dobro vladanje podjetju. Če tega ni, ga je potrebno uvoziti od zunaj. PID-om najbrž ni vseeno, kaj se dogaja za zidovi podjetja, v katerem imajo lastniški delež. Zato morajo preučiti (Peklar, 2002, str. 55):

- kako je usklajeno vodenje in nadzor nad podjetjem;
- ali obstajajo v podjetju ljudje, ki so sposobni po strokovni plati razvijati in uresničevati strategijo v družbi;
- ali je mogoča zamenjava uprave.

3.3.1. ČLANI NADZORNEGA SVETA IN NJIHOVE NALOGE TER PRAVICE

Po zakonu (263. in 268. člen ZGD⁸/93) član nadzornega sveta ne more biti oseba, ki je član uprave; član nadzornega sveta že v treh družbah; član uprave družbe odvisne družbe; član

⁸ ZGD – Zakon o gospodarskih družbah

uprave druge kapitalske družbe, če je v njej član uprave; pooblaščenec te družbe; če je bil pravnomočno obsojen zaradi gospodarskih ali premoženjskih kaznivih dejanj. Mandat traja štiri leta. Člani nadzornih svetov v Sloveniji so visoko izobraženi in približno polovica jih zaseda vodstvena delovna mesta v podjetjih, medtem ko so zelo šibko podkovani v strateškem upravljanju, finančnem upravljanju, računovodstvu in vrednotenju podjetij. Med pomembnejšimi lastnostmi članov nadzornih svetov so izkušnje iz vodenja podjetij, finančno znanje, šele nato stiki s podjetji (Simoneti, 1997, str. 45).

Vodenje poslov se ne more prenesti na nadzorni svet, gre izključno za nadzorno funkcijo (247. člen ZGD). Tako imajo PID-i možnost z inflitacijo svojih ljudi v nadzorni svet (Poirson, 1997, str. 64):

- nadzirati posle ter poslovanja družbe (274. člen ZGD);
- imenovati in odpoklicati upravo, imenovati strokovne komisije (250. in 271. člen ZGD);
- odločati o prejemkih članov uprave (253. člen ZGD);
- glede na interes podjetja sklicati skupščino, če tega ne stori uprava (274. člen ZGD);
- predlagati sklepe skupščini, oblikovati mnenja (271. in 286. člen ZGD).

Poleg omenjenega imajo člani nadzornih svetov pravico do soglasja k povečanju osnovnega kapitala (328. člen ZGD) in soglasja k izključitvi za prednostne pravice do novih delnic, ko uprava poveča osnovni kapital do odobrenega kapitala (330. člen ZGD).

3.3.2. ODNOS ČLANOV UPRAVE DO PID-OV IN DRUGIH KATEGORIJ LASTNIKOV

Leta 1997 je bila s strani Gral Marketinga opravljena raziskava mnenj članov uprave o kategorijah delničarjev, to je zaposlenih, bivših zaposlenih, upokojencev, zunanjih delničarjev in investicijskih skladov.

Vsi razen upokojencev in bivših zaposlenih imajo pozitiven vpliv na razvoj podjetja, zanimajo jih le dividende. Poleg tega zunanji delničarji in PID-i popolnoma razumejo, kaj se to pravi biti delničar. Zaposlenim v podjetju veliko pomeni, da lahko obdržijo svoje delo. Na drugi strani pa PID-i in zunanji delničarji nimajo nikakršnih pomislekov in ne

ovirajo zniževanja stroškov. Vsi se zanimajo za kratkoročni dobiček in dividende. Vse tri kategorije imajo veliko dejanske moči v podjetju in je tudi velika verjetnost, da bodo ostali delničarji v podjetju (Gral Marketing, 1997).

3.4. UČINKOVITO UPRAVLJANJE PID-OV

Na začetku njihove začasne poti so imeli PID-i razne težave. Največja med njimi je bila nezadostna ponudba sredstev s strani države. Tako se niso takoj posvetili nalogi učinkovitega upravljanja s podjetji v svojem portfelju. PID-i so morali v prvi fazi zbirati certifikate, v drugi zamenjavati le te za delnice premoženja, ki je bilo namenjeno lastninjenju. Šele konec januarja 2002 so PID-i zamenjali vse lastniške certifikate za premoženje. Tako se sedaj lahko posvetijo najpomembnejši fazi, to je obdobju upravljanja PID-ov za povečevanje njihovih vrednosti. Vse delnice PID-ov so na trgu, dobro upravljanje s portfeljem lahko privede k dvigu cen njihovih delnic.

PID-i so imeli zelo razpršeno lastništvo med mnogo podjetji. S tega vidika je šlo za pasivno upravljanje podjetij, za katerega so značilni manjši lastniški deleži in razpršenost naložb. Za prave investicijske sklade velja vlaganje v likvidne vrednostne papirje, ki kotirajo na borzi. PID-i seveda v začetku praviloma niso vlagali v podjetja, ki kotirajo na borzi, ker so imeli druge probleme. Ti investicijski skladi upravljajo portfelj in ne podjetij. Cilj teh je predvsem prodajanje vrednostnih papirjev s pričakovano nižjo donosnostjo in kupovanje vrednostnih papirjev s pričakovano višjo donosnostjo. Skladi so sprva imeli v portfelju tako relativno solidna kot slaba podjetja, katera so morala kupiti, ker so jim bila ponujena za certifikate. Pri tem se slabega premoženja ne morejo kar tako iznebiti, še posebno, če je pridobljeno podjetje v krizi. Pri tem se ponudi rešitev v morebitni sanaciji. To se lahko izpelje, če PID ali DZU povečata svoj delež v tem podjetju, ali pa si podjetje poišče drugega strateškega investitorja. S tem sklad lahko vpliva na povečanje donosnosti podjetja. V tem primeru ne gre več za pasivno, ampak za aktivno obvladovanje podjetij. Tako lahko PID-i z večjo koncentracijo lastništva prispevajo k boljšemu obvladovanju lastninjenih podjetij, posebej tistih z močnim notranjim lastništvom.

Težko je pričakovati od PID-ov, da bodo reševali še tako slaba podjetja. Država na drugi strani si je to lahko privoščila in so šle milijarde tolarjev. Najbrž ni bilo vse zaman, toda vseeno. PID-i naj bi delovali po tržnem principu. Njihova vrednost se izkazuje na

Ljubljanski borzi. Cene delnic določata ponudba in povpraševanje po njih. Podpirajo uspešna podjetja in tudi tiste, ki to še niso, vendar imajo velike možnosti.

Ker so bili PID-i v Sloveniji ustanovljeni z namenom, da posežejo aktivno v prestrukturiranje podjetij, imajo ti skladi tudi nekaj lastnosti skladov tveganega kapitala. PID-i so samo prehodna oblika, kar pomeni da se bo mali delničar, če bo vztrajal pri svoji naložbi, nekega dne prebudil v takem skladu. Anketa s člani nadzornih svetov PID-ov je že leta 1997 pokazala, da se jih med večjimi skladi najde nekaj, ki se ukvarjajo z aktivnim nadzorom podjetij in podpirajo uspešne uprave in s tem uveljavljajo vlogo aktivnih lastnikov. Na drugi strani pa se manjši skladi ukvarjajo bolj aktivno s trgovanjem s portfelji (Simoneti, 1997, str. 37).

Tabela 3: Anketa članov nadzornih svetov – učinkovite tehnike maksimiziranja vrednosti sredstev (%)

	Vsi	Veliki	Majhni
Aktivno trgovanje	51	47	58
Maksimiziranje dohodka	47	47	47
Aktivni nadzor podjetij	27	34	16
Prestrukturiranje podjetij	16	16	16
Podpiranje uspešne uprave	18	22	11
Dokapitalizacija podjetij	12	16	5
Razvoj sklada nepremičnin	2	3	0

Vir: Simoneti, 1997, str. 38.

Aktivni nadzor je domena velikih. PID-i so leta 1998 prišli na borzo (najprej samo 7). Pri tem so lahko začeli prodajati svoje in kupovati tuje premoženje. Koncentracija lastništva v izbranih podjetjih se je večala in s tem tudi možnost aktivnega upravljanja podjetij. Ta naj bi se še povečevala, saj se koncentracija še vedno vrši.

4. VLOGA PID-OV PRI PODJETJIH Z VISOKIM POTENCIALOM RASTI

Potem ko sklad ugotovi, da se podjetje potrebno dodatnega kapitala nahaja v perspektivni panogi, mu priskoči na pomoč. Perspektivne panoge so na primer informatika, biotehnologija, podporne storitve, pa tudi bolj čiste industrijske dejavnosti, kjer opravljajo zaposleni le tiste faze proizvodnje, ki nudijo najvišjo dodano vrednost. To so ponavadi zadnje faze obdelave proizvoda, medtem ko se polizdelke uvozi iz stroškovno cenejših področij sveta. PID pri tem lahko nudi izbranemu podjetju:

- Dodatna posojila, če se izkažejo potrebe za upravičene. Lahko tudi povečajo lastniški delež v podjetju, tako da pride to na tak način do svežega kapitala. Vendar je strošek le tega večji, zato bodo skladi zahtevali višjo stopnjo donosa.
- Ker imajo PID-i v portfelju zajeten kupček podjetij, med njimi tudi perspektivne, in imajo kontakte z njimi, lahko delujejo povezovalno, iščejo sinergije, razširjajo poslovno mrežo in okolje za posamezna podjetja. V primeru da imajo neko omejeno naložbeno politiko z geografskega ali sektorskega vidika, lahko pomagajo k nastanku novih grozdov.

V kolikor se bodo ti PID-i razvili v sklade tveganega kapitala, bodo najbrž izgubili negativni predznak iz preteklosti, s tem pa se bo povečal ugled tudi prejemnikov sredstev s strani ostalih podjetij (Žugelj, 2001, str. 147). Avtomatsko se bo povečalo zanimanje za dotično podjetje in najbrž se bodo pojavili kandidati za prevzem ali odkup dela kapitala. Če podjetje kotira na trgu, potem je možnost prevzema lažje izvedljiva. Če pa podjetje ni na trgu, je težko izpeljati prevzem, če lastniki niso pripravljeni na to.

Kar se tiče prevzemov, niso v nevarnosti s strani PID-ov, čeprav obstajajo tudi taki primeri. Njihov cilj je donos na kapital, ki bo povrnil njihovo investicijo, tako da bo po določenem obdobju zapustili podjetje. Resda je včasih potreben večji delež lastništva v podjetju, da cilji podjetja ne iztirijo iz prave smeri v odklone, ki se kažejo v popuščanju zahtev zaposlenih. Praksa kaže, da imajo PID-i v večini manjše deleže v podjetjih, redki so primeri lastništva krepkih 50%.

4.1. DOLŽNIŠKO IN LASTNIŠKO FINANCIRANJE PODJETIJ

Predvsem se obetajo lepši časi za institucionalne investitorje, saj bo tekom časa število državljanov, ki bodo ugotovili, da depoziti niso ednina mogoča naložba, naraščalo. Poleg tega se bančne obresti na vezane vloge ne bodo povečale, kvečjemu se bodo zmanjšale zaradi morebitnega davčnega učinka ob obdavčitvi bančnih depozitov. Tudi ukinitvev TOM-a ima pozitivne učinke na krepitev kapitalskega trga. Vendar v Sloveniji močan bančni sektor kontrolira kapitalskega. Med drugim so banke skupaj z zavarovalnicami med glavnimi lastniki DZU-jev. S strani bank je bilo celo slišati, da so jim PID-i nelojalna konkurenca (Pinterič, 2002b, str. 27).

V Sloveniji je na žalost še vedno popularno financiranje s tradicionalnimi dolžniškimi oblikami financiranja, kjer se dosega solidne marže. S tem podjetja niso motivirana po poseganju k novimi viri financiranja, kjer so predvidena večja tveganja in s tem v povezavi tudi višja zahtevana stopnja donosa. Predvidoma bodo depozitne finančne inštitucije na pasivni strani izgubljale deponente, ki bodo raje vlagali svoje prihranke v bolj donosne vzajemne in druge sklade. Prav tako pa bodo te inštitucije na aktivni strani izgubljale podjetja kot posojilojemalce, ki se bodo odločala za neposreden nastop na novih finančnih trgih, oziroma uporabo lastniških instrumentov na kapitalskem trgu.

Potrebno je spremeniti miselnost, iz katere izhaja način varčevanja pri ljudeh, saj bodo imeli tako skladi močnejše zaledje in s tem večji prispevek k likvidnosti kapitalskega trga. Varčevanje v depozitih je relativno netvegano, obresti so dane in zagotovljene. Varčevanje v delnicah je donosnejše, bolj tvegano in dostopno vsakomur. Slednje naj bi sledilo kapitalističnemu načelu o preživetju najboljših, kjer se ob določeni stopnji racionalnosti, informiranosti, želje, poguma in pa tudi nekaj sreče pride do ugodnega rezultata, ne pa da se na podlagi sistema enakosti, ki izhaja iz bližnje zgodovine, nagrajuje togost in varnost do take mere, da se zavira razvoj kapitalskega trga. Država bi morala imeti nalogo, da preko nadzorovalnih agencij zagotovi varovanje akterjev s tem, da se preventivno z izvajanjem ustrezne zakonodaje preprečuje manipuliranje z informacijami, to je prikrivanjem, zamolčanjem, priredbo, in s tem nezakonitega bogatenja posameznikov na račun množice.

Lastniki podjetij bi lahko postali malo bolj dovzetni do lastniškega financiranja in s tem odstopu dela lastništva, odločanja in moči drugim, ki imajo kapital in podobne skupne interese: povečanje vrednosti premoženja, dolgoročno gledano profit ob izstopu. Prednosti pridobitve lastniškega kapitala napram posojilu so predvsem v tem, da lahko podjetje vlaga celoten dobiček v razvoj, ne pa v odplačevanje anuitet za posojila. Poleg tega si podjetje povečuje kreditno sposobnost in ugled, saj si investitorji izbirajo donosna, perspektivna, vizionarska podjetja. Podjetju je na voljo navezava novih poslovnih stikov, na voljo so mu dragocene informacije, na razpolago mu je pomoč pri iskanju novih trgov.

4.2. PIDI IN TVEGANI KAPITAL

Tvegani kapital lahko poimenujemo kot obliko podjetniškega lastniškega financiranja. Nudi pomoč pri upravljanju podjetja in s tem možen nadpovprečni donos. Vendar je treba tako vztrajati pri financiranju kar nekaj časa. Trg tveganega kapitala je precej bolj nepregleden od organiziranega trga, informacije so težko dostopne, iskanje investitorjev pa je povezano z visokimi transakcijskimi stroški. Ponudba tega kapitala je majhna, pravi kandidati zanj se skrivajo med mnogimi neperspektivnimi (Bovaird, 1991, str. 3).

Določiti je potrebno tudi pomen skladov tveganega kapitala ki ga oblikuje narava slovenskega lastninskega preoblikovanja. Lastninjeno premoženje je bilo različne kakovosti. Imamo velika podjetja iz neperspektivnih panog s presežkom zaposlenih, ki se in se bodo trudila povečati produktivnost tudi z odpuščanjem omenjenega presežka. Ta masa dobrega in slabega kapitala se bo morala prečistiti na segmente, ki po obliki in strukturi ponujajo zanimive možnosti za investiranje. Ob izhodiščni nizki ceni in morebitnim organizacijskim preoblikovanjem in posodobljenjem ali uvedbi nove tehnologije, financirane s pomočjo tveganega kapitala, se obetajo visoki kapitalski dobički. Pomembno vlogo pri tem bodo imele banke, zavarovalnice, pooblaščen družbe za upravljanje s PID-i oziroma njihovimi nasledniki, v katere se bodo ali so se že oblikovale ti skladi. Pomemben je tudi nadzor s strani ustreznih agencij. Bistvo vsega pa je, da v tem vidim priložnost za okrepitev obsega tveganega kapitala, ki bo nato končno začel curljati navzdol v večjem obsegu do malega perspektivnega podjetništva, razcveta le tega in s tem posledično večje možnosti za nastajanje hitro rastočih podjetij, ki bi želela doseči čim večjo prodajo in dobiček v kratkem času.

PID-i so se že od začetka predstavljali kot aktivni lastniki, ki bodo s svojim delovanjem vplivali na povečanje donosnosti podjetij v svojem portfelju, in ne kot upravljavci portfeljev. Naložbe PID-ov so po naravi premoženje, ki ga upravljajo skladi tveganega kapitala (Venture Capital). Tako PID-i v Sloveniji ne morejo biti izključno upravljavci portfelja, ker (Žnidaršič, 1998, str. 179):

- so morali kupiti vsa ponujena podjetja;
- so morali kupiti najmanj 20%, lahko pa tudi največ 80% v ponujenem podjetju;
- so imeli v svojem portfelju večino papirjev, ki niso kotirali na borzi;

- so imeli v portfelju velik delež podjetij s prenizko donosnostjo, ta se pa lahko proda le, če se izvede poveča lastniški delež in izvede sanacija;
- včasih kupca tudi ni mogoče najti;
- PID-i lahko vplivajo na povečanje svoje donosnosti le z vplivanjem na donosnost podjetij, kar pa lahko doseže le z aktivnim upravljanjem.

Po drugi strani naj bi vse to sledilo k izboljšanju "delničarske kulture" prebivalstva, saj je bil do sedaj prevladujoč način varčevanja v depozitnih finančnih inštitucijah. Če gredo državljani rajši vlagati v inštitucije, kot je Slovenska posojilnica in hranilnica Kranj, kjer so ostali opeharjeni, lahko sklepamo, da so za prebivalstvo atraktivnejši višji donosi, a tvegati nočejo, bolje rečeno, nimajo razčiščenega odnosa do tveganja. Moje mnenje je, da tovrstno vedenje državljanov izhaja večinoma iz preteklega delovanja. Sicer pa zgledi vlečejo, na primer dobro poslovanje vzajemnih skladov. Slabše kot so razmere v Sloveniji, ne morejo biti. Mogoča je samo pot navzgor in krepitev trga.

Med prvimi, ki so vstopili na to področje, je bila Aktiva Group s skladom Aktiva Ventures. Z vlaganjem tveganega kapitala v podjetja s področja telekomunikacij, interneta, programske opreme in druga podjetja, ki veliko obetajo v globalnem smislu, naj bi prispevala k razvoju slovenske nove ekonomije.

4.3. ODLOČITEV ZA INVESTIRANJE KAPITALA

Podjetij, ki so potrebna priliva kapitala, je najbrž veliko. Zato se mora napraviti selekcija, saj bodo investitorji vlagali le tja, kjer je pričakovati visok donos. Lastniki tveganega kapitala morajo izbrati le najboljše, kriteriji izbire pa so (Smith, 1992, str. 290):

- Strokovnost in motiviranost vodilnih v podjetju.
- Razvoj ali posedovanje proizvodov, ki pomenijo poslovno priložnost in prodor na trg. Pri tem veliko pomeni investitorju, če ima podjetje že vpeljane distribucijske kanale, uveljavljene stranke in še ni opaziti velike koncentracije konkurence.
- Zahtevani donos vloženega kapitala se giblje od 44% do 60%.

PID-i imajo lastništvo razpršeno po podjetjih. Kljub temu da imajo le v nekaterih podjetjih svoje predstavnike v nadzornih svetih in lahko posežejo k aktivnemu upravljanju podjetij,

so v ostalih podjetjih v nekakšnem kontaktu. Tako managerji željni svežega kapitala lažje pridejo v stik z njimi. Seveda pa imajo ti svojo poglede, načrte, strategije. V primeru poslovne priložnosti sledi povečanje deleža lastništva s strani PID-a, ker ga vodi naprej želja po dobičku. Praviloma gre za investicije PID-ov in ne za kredit izbranemu podjetju. Pridobitev takega kapitala je s strani podjetja zelo težavna.

Za vlaganje kapitala niso primerna vsa podjetja. Glede na motivacijo ustanovitelja, za financiranje s strani PID-ov niso zanimiva podjetja življenjskega sloga, saj želijo ohraniti lastniki 100% lastniški delež. Zanimiva niso tudi manjša donosna podjetja, ker tudi niso pripravljena odstopiti lastniškega deleža. So pa zelo pomembna dinamična podjetja z visokim potencialom rasti (Vahčič, 1994, str. 909-919). Svojo rast skušajo maksimizirati, osvojiti določen tržni delež, nato pa so pripravljene podjetje prodati in začeti z novim projektom. Pri tem so dovzetni za razne vrste finančnih instrumentov. V tem primeru imajo lahko PID-i načrte, ki niso po volji managementa. Lahko da imajo ti v svojem portfelju že kakšno podobno podjetje, s katerim imajo načrt povezave oziroma prevzema s prej omenjenim podjetje.

4.3.1. OVREDNOTENJE PODJETIJ

Poznamo dve metodi vrednotenja podjetij (Smith, 1992, str. 296-298):

- Pri statični metodi se pregleda stanje sredstev in obveznosti podjetja na določen dan. Pri tem se upoštevajo tudi izven bilančne postavke, kot so dobro ime podjetja, pomen in razpoznavnost blagovne znamke, distribucijski kanali, izkušnje, pozitivno javno mnenje, nevpletenost v škandale, okoljsko-varstvena naravnost podjetja. Neuporabne, zastarele naprave se oceni po likvidacijski ceni, to je aktualni ceni za enoto odpadnega železa.
- Pri dinamični metodi gledamo delovanje podjetja skozi čas. Vlagatelje zanimajo doseženi in pričakovani dobički, dividendna politika ter denarni tokovi. Pri dobičkih je potrebno izključiti vse izredne odhodke in prihodke, ki niso rezultat normalnega poslovanja podjetja. Na podlagi dividend je v Sloveniji težko oceniti podjetja, saj jih precej le teh ne izplačuje, ali pa varirajo.

Upravljalci sklada tveganega kapitala zahtevajo (Žugelj, 2001, str. 74):

- Sposobno posloводство
- Enkratno poslovno priložnost
- Visok donos na vloženi kapital

V Aktivi Group uporabljajo za vrednotenje podjetij kombinacijo ekonomske dodane vrednosti (EVA) in uravnoteženih kazalnikov (Šmuc, 2002, str. 20).

4.3.1.1. DUE DILIGENCE

Upravljalci skladov morajo komunicirati z managerji in lastniki podjetij. Pri tem preverjajo kakovost podjetnika, managerskega tima in poslovnega načrta, kar se imenuje v tujem jeziku "due diligence". Pomeni preverjanje predstavljenih podatkov v poslovnem načrtu podjetja, torej se preverja podjetniške zamisli, posloводство tima, tržni potencial podjetja (SWOT analiza), donosnost naložbe in analiza finančnih projekcij in pogojev, ki jih morajo izpolnjevati za privlačnost s strani teh skladov. Due diligence omogoča skladu, da spozna akterje, lastnosti in šibke točke določenega poslovnega okolja panoge, v kateri deluje podjetje. S tem si bo pridobil koristne informacije, s katerimi bo lahko usmerjal, svetoval in nadzoroval svojo investicijo pri drugih podjetjih iz istega geografskega in funkcionalnega področja. Gre za stremljenje k maksimalni učinkovitosti pri odločanju, optimizacijo poslovnih terminov in učinkovito življenje po investiciji (Penca, 2002, str. 78).

4.3.2. ČAS IN OBSEG INVESTIRANJA GLEDE NA ŽIVLJENJSKI CIKEL PODJETJA

PID-i lahko na borzi ali izven nje kupujejo delnice podjetij. Očitno podjetja, ki se nahajajo na borzi, niso v fazi rojstva. PID-i so za certifikate dobili delež v lastništvu podjetij, ki so bolj v fazi zrelosti ali pa upada. Ni bilo malo podjetij, ki so umrla preden so prišla v roke PID-om. PID-i pri koncentraciji lastništva v podjetjih v fazi zrelosti lahko pomagajo in vplivajo pri izvedbi projekta koncentrične in konglomeratne diverzifikacije. Pri podjetjih v fazi upada so bolj ali manj brez moči, možno je le molzenje do bridkega konca (Pučko, 1996 str. 51).

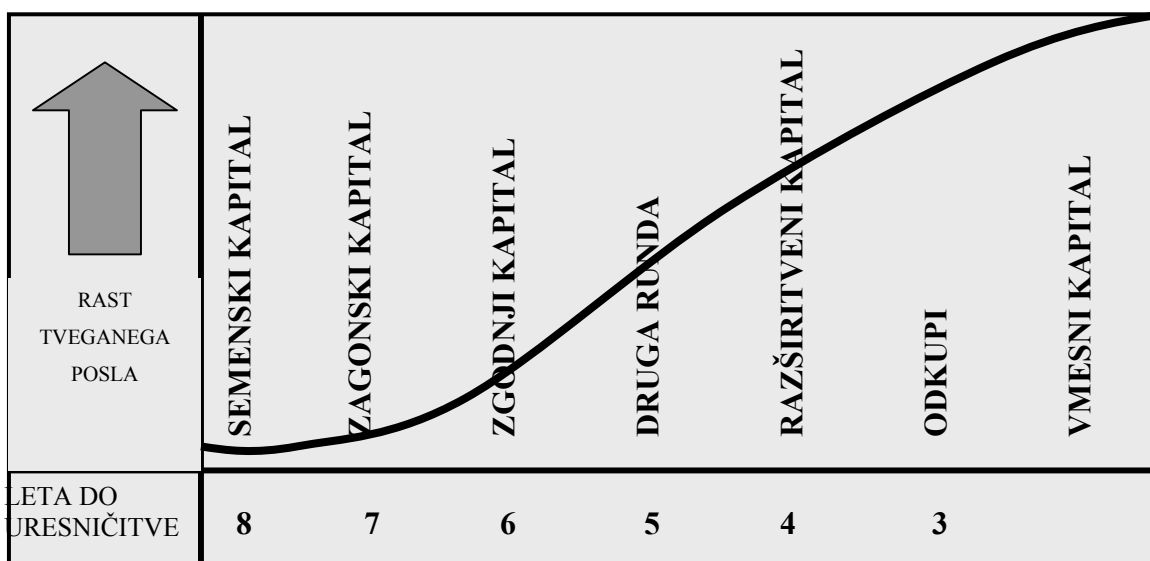
Podjetja v različni fazi življenjske rasti potrebujejo različen kapital po vsebini in obsegu. PID-i naj bi nudili podjetjem (Tajnikar, 2000, str. 193-198):

- Kapital za razširitev in razvoj. S tem kapitalom se omogoči razširitev proizvodnje in poslov ter financiranje rasti. Lahko se financira že omenjeni podjetniški preobrat (turnaround capital).
- Odkup podjetja (management buy-out). Prvotni lastniki po dolgem času prevzamejo nadzor v podjetju, saj na začetku niso imeli dovolj kapitala, zato so morali spustiti investitorje v podjetje.
- Premostitveno financiranje. Gre za "most" med tradicionalnim bančnim kreditom in lastniškem financiranjem. Podjetje se pripravlja za prodajo, nihče od lastnikov pa ni več zainteresiran, da bi vlagal dodatni kapital v podjetje.

Z razširitvijo baze kapitala v skladu pa je možno financiranje perspektivnih podjetij v zgodnjih fazah (Tajnikar, 2000, str. 186-192):

- Semenski kapital. Pomemben je za nastanek in razvoj podjetniškega projekta.
- Zagonski kapital. Je pomemben za razvoj proizvoda in začetno trženje. Izdelek še ni v komercialni prodaji.
- Zgodnji kapital. Z njim se financira dokončen razvoj izdelka in komercialna proizvodnja. Gre za najzgodnejšo fazo v razvoju podjetja.
- Drugi krog financiranja. z njim se skuša optimizirati obseg proizvodnje.

Slika 9: Finančni življenjski cikel podjetja



Vir: Tajnikar, 2000, str. 186.

4.4. IZSTOP PID-A IZ PODJETJA

PID-i pri izstopu prodajo delež drugemu strateškemu investitorju, morda tudi managementu. Možnosti izstopa se bodo povečale z vstopom Slovenije v EU, ko se bodo okrepile možnosti za prevzeme in združitve s tujimi podjetji (Žugelj, 2001, str. 147). Pričakujemo lahko, bodo v igri poleg velikih tudi srednja in mala podjetja, kot je bila to praksa do sedaj, saj tuji kapital razen trenutnih razmer na področju bančništva, pivovarstva in farmacije do sedaj ni prestopal slovenskih meja v večjih merah.

Možnosti za prevzeme tudi dražijo delnice. Vse bi bilo tudi v korist PID-om. Potem ko bi sklad s svojim kapitalom pomagal potegniti neko podjetje iz rdečih števil v dinamičen napredek, bi mu bilo tudi tuje povpraševanje pogodu. Pri tem se pokaže tudi realna slika vrednosti podjetja, ki je možna le ob pravi meri navzkrižnega povpraševanja in ponudbe.

SKLEP

PID-i imajo v Sloveniji velik pomen pri razvoju kapitalskega trga. Trenutno bi imeli še večjo vlogo, če ne bi obstajale razne omejitve in ovire v preteklosti. Za slednje nosi precejšnjo krivdo kar država sama s tako imenovano privatizacijsko luknjo. V primeru pravočasne rešitve tega problema bi PID-i prišli bolj "zdravi" na organiziran trg kapitala, premoženje in poslovanje bi bilo bolj pregledno in tržno. S tem bi ti skladi v večji meri posegli z investiranjem v slovenska podjetja. Ker jih vodi profitni motiv, bi vlagali predvsem v perspektivna podjetja.

Ker imajo PID-i v portfelju še vedno slaba podjetja, ti lahko poskušajo s poslovnim preobratom, v kolikor se poslovni sistem ni sesedel in ima podjetje še vedno v proizvodnem ali storitvenem programu proizvode, ki jih trg še ni odpisal. Tu se lahko ponudi izvrstna priložnost za povečanje dodane vrednosti, če je podjetje zašlo v krizo zgolj zaradi nesposobnega managementa in njihovih napačnih strateških in poslovnih odločitev. V tem primeru je dovolj zamenjava slednjega. Poleg tega imajo PID-i več takih podjetij in lahko uporabijo izkušeni krizni management v večjem številu primerov, s čimer naj bi se povečevala učinkovitost slednjega.

Glede na specifičen vstop institucionalnega investitorja v podjetje je pomembno, da najde ta skupne interese z managementom. Lahko pride do navzkrižja glede socialne komponente. Ni malo podjetij, v katerih oblikuje uprava močno zavezništvo s tamkajšnjimi notranjimi lastniki – zaposlenimi. V tem primeru niso pripravljene na zniževanje stroškov, odpuščanja zaposlenih, kar pa se lahko pokaže kot strateška napaka in si podjetje ogrozi preživetje na dolgi rok, vsi delavci izgubijo zaposlitev.

Kljub temu, da je podjetje uspešno, obstaja možnost, da bi lahko bilo še bolj. Zato je potrebno korporacijsko prestrukturiranje. Če PID prepozna v managerju dobrega stratega in podobne interese, potem je vredno razmisliti o vključitvi tega v lastniški delež. Resda pa se PID-i vedejo precej agresivno, saj dostikrat pridejo na plan z možnim prevzemom podjetja z istega gospodarskega področja delovanja. Obstajajo tudi manj elegantni načini povečevanja lastniškega deleža v podjetjih s pomočjo sklada lastnih delnic. Tu je potrebno postaviti na tehtnico možno osiromašenje sredstev podjetja in boljše poslovne rezultate, ki so posledica neoviranja pri strateškem odločanju in sledenju motiva, kot je povečanje vrednosti enote premoženja.

Vsekakor so PID-i pomemben vir investicij v sklade tveganega kapitala v prihodnosti. Da pridemo do te točke, se bo moral kapital še koncentrirati. Poleg tega lahko prispevajo k učinkovitejšemu izrabljanju poslovnih priložnosti lastninjenih in drugih podjetij. S tem naj bi ustvarjali dodano vrednost. PID-om se čas počasi izteka. Do obveznega preoblikovanja jim je ostalo še dobro leto. Iz njih se bodo razvili vzajemni skladi, investicijske družbe in javni finančni holdingi, ki bodo njihova nadgradnja. Podjetja jih bodo potrebovala, saj bodo iskala ugodne vire financiranja.

LITERATURA

1. Bovaird Chris.: What Is Venture Capital? Stirling : University of Stirling, 1991. 29 str.
2. Drevenšek Mojca: Kje ste, odlični podjetniški vladarji? Gospodarski vestnik, Ljubljana, 51(2002), 28, str. 46.
3. Filipič Peter: Vloga zunanjih lastnikov in ocena njihovega vpliva na osnovi dosedanjih izkušenj. Slovenska ekonomska revija, Ljubljana, 49(1998), 1-2, str. 149-158.
4. Jemenšek Guido: Približevanje razvitim kapitalskim trgom. Kapital, Maribor, 12(2002), 293, str. 14-15.
5. Končina Miro, Mirtič Ksenija: Izvajanje poslovnega preobrata v podjetjih v rasti. Ljubljana : Pegaz International, 1999. 129 str.
6. Kovačič Primož: Dividende PID-ov – morda prihodnjič? Kapital, Maribor, 12(2002), 287, str. 31-34.
7. Lubej Samo: Razcvet slovenskih vzajemnih skladov. Kapital, Maribor, 12(2002), 293, str. 28-30.
8. Mramor Dušan: Poglavlja iz poslovnih financ - zapiski predavanj. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1995, 171 str.
9. Mikuž Jure: Zakaj PID-i rastejo? Gospodarski vestnik, Ljubljana, 51(2002), 20, str. 76.
10. Penca Primož: Imate vse, iščete le še kapital? Gospodarski vestnik, Ljubljana, 51(2002), 21, str. 78.
11. Peklar Leonardo F., Podbevšek Gorazd: Optimalni lastniški delež managementa v podjetju. Manager, Ljubljana, 2002, 6, str. 47-49.
12. Petrovčič Vida: Aktiv(istič)na ponudba. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 51(2002), 5, str. 39-41.
13. Pinterič Jan: Povprečen Slovenec vloži v vzajemni sklad 7000 SIT. Manager, Ljubljana, 2002a, 5, str. 66-67.
14. Pinterič Jan: Neomejena vladavina PID-ov. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 51(2002b), 27, str. 26-27.
15. Pinterič Jan: Intervju Andrej Urbas, Združenje družb za upravljanje. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 51(2002c), 29, str. 22-25.

16. Poirson Jacques, Stefančič Bojan, Pantelič Matjaž, Bešter Janez: Priročnik o obvladovanju podjetij. Ljubljana : Agencija RS za prestrukturiranje in privatizacijo, 1997. 164 str.
17. Pučko Danijel: Strateško upravljanje. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 394 str.
18. Repovž Mija: Kako se je D. Horvat pogodil z D. Horvatom. Delo, Sobotna priloga, Ljubljana, 13.7.2002, str. 8-9.
19. Simoneti Marko, Boehm Andreja, Jašovič Božo: Institucionalni problemi poslovanja pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji in predlogi sprememb. Ljubljana : C.E.E.P.N., 1997. 62 str.
20. Simoneti Marko, Kleindienst Robert, Lukovac Jovan, Rems Marko, Zobavnik Igor, Jamnik Borut, Baus Janja: Uskladitev provizij DZUjev s stroški in uspešnostjo upravljanja PIDov. Ljubljana : C.E.E.P.N., 1998. 124 str.
21. Smith Frederick W.: Venture Capital Hisrich Robert D.,ed,. Entrepreneurship: starting, Developing and Managing a New Enterprise. Homewood : Irwin, 1992, str. 270-304.
22. Šmuc Sonja: Bolj občudovani ali osovraženi? Manager, Ljubljana, 2002, 8, str. 19-22.
23. Tajnikar Maks: Tvegano poslovanje. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 308 str.
24. Tekavčič Metka: Nadzorni sveti in uspešnost poslovanja slovenskih podjetij. Slovenska ekonomska revija, Ljubljana, 49(1998), 1-2, str. 118-129.
25. Turk Ivan, Kavčič Slavka, Kokotec-Novak Majda, Koželj Stanko, Melavc Dane, Odar Marjan: Finančno računovodstvo. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 1999. 843 str.
26. Vahčič Aleš: Podjetništvo in mala podjetja. Radovljica : Didakta, 1994, str. 886-937.
27. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi: aktivni lastnik ali upravljaec portfelja? Slovenska ekonomska revija, Ljubljana, 49(1998), 1-2, str. 170-184.
28. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna : DEJ, 1999. 421 str.
29. Žugelj Damjan, Penca Primož, Slavnič Niko, Žunec Branko, Jaka Vadnjak: Tvegani kapital. Ljubljana : Lisac & Lisac, 2001. 176 str.

VIRI

1. Aktiva Group. (URL: <http://www.aktiva-group.si>), 3.9.2002.
2. Gral Marketing - Slovenski raziskovalni inštitut za management: Odnos managerjev do delničarstva. Ljubljana, avgust 1997.
3. Intervju Matjaž Gantar, TV Slovenija 1, 8. september, 2002.
4. Ljubljanska borza d.d. (URL: <http://www.ljse.si>), 27.8.2002.
5. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2001. 55 str.
6. Kleindienst Robert et al.: C.E.E.P.N.: Razvoj trga kapitala v Sloveniji, varčevalne navade in mnenja slovenskih investitorjev – 2001. Ljubljana : Finance. 2001, 99 str.
7. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/93, 29/94, 82/94).
8. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94, 68/96, 25/97, 32/97)
9. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/92, 7/93, 31/93, 43/93, 6/94).
10. Združenje družb za upravljanje. (URL: <http://www.zdu-giz.si/>), 27.8.2002.

Priloga 1: Preoblikovani PID-i

Stara družba	Nova družba	Lastniški delež
LETA 1997/98		
Capinvest 1. d.d.	Capita. d.d.	100%
Zlati medaljon	Zlati medaljon, d.d.	100%
Kompas sklad 3, d.d..	Megafin, d.d.	100%
Aktiva Avant 3, d.d.	Aktiva Avant finančna družba, d.d.	100%
Dadas 1, d.d.	Octans	100%
LETA 2000-2002		
PID Kmečka družba	PID Kmečka družba, d.d.	33%
	ID Kmečka družba, d.d.	33%
	Kmečka družba holding	33%
PID Mercata	Mercata Holding, d.d.	50%
	Mercata PID, d.d.	50%
PID Mercata 1	Mercata 1 Holding, d.d.	50%
	Mercata 1 PID, d.d.	50%
PID Certius	Certius holding, d.d	100%
PID KS 1	KS1 – naložbe 1, d.d.	100%
PID Pulsar	Pulsar holding, d.d.	100%
PID Aktiva Avant 1	PID Aktiva Avant 1	38%
	Aktiva Avant finančna družba	62%
Pom. Invest. Družba	Poobl. Pomurska invest. Družba	50%
	Pom – invest	50%
PID Krona Krona	Krona holding	100%
PID KS 4	KS 4 naložbe	370%
	KS sklad 4	630%
NFD 1 invest. Sklad	NFD 1 investicijski sklad	100%
Atena 1 sklad	Atena FIN	54%
Atena PID	PID	46%
Infond Zlat	Infond Holding	50%
	Infond ID	24%
	Infond PID	26%

Vir: Kovačič, 2002, str. 34.

Priloga 2: PID-i v postopku preoblikovanja

Stara družba	Nova družba	Lastniški delež
V POSTOPKU PREOBLIKOVANJA		
Maksima 1, d.d.	Maksima Holding, d.d.	30%
Maksima 2, d.d.	ID Maksima, d.d.	36%
Maksima 3, d.d.	PID Maksima, d.d.	34%
PID Trdnjava 1	Trdnjava 1 Holding, d.d.	100%
PID Zvon 1	Zvon 1 Holding, d.d.	83,5%
	Zvon 1 ID, d.d.	16,5%
DBP Vizija PID	Vizija PID	48%
	Vizija Holding	52%
Triglav Steber II	Triglav steber PID, d.d.	48%
	Triglav finančna družba, d.d.	52%
Nika PID	Certius Invest, d.d.	77%
	Nika PID 3, d.d.	23%
Nika PID 1	Certius Invest 1, d.d.	68%
	Nika PID 4, d.d.	32%
Nika PID 2	Certius Invest 2, d.d.	58%
	Nika PID 5, d.d.	42%
Modra linija	Modra linija holding, d.d.	33%
Modra linija 2	Modra linija, d.d.	67%
Modra linija 3		
Vipa invest Soča	Vipa invest ID	20%
Vipa invest Nanos	Vipa holding	80%

Vir: Kovačič, 2002, str. 34.