

Janez Prašnikar
Polona Domadenik
Matjaž Koman

Skrivnost državne lastnine v Sloveniji

Univerza v *Ljubljani* **EKONOMSKA** FAKULTETA
Založništvo

Delovni zvezki Ekonomske fakultete

Janez Prašnikar, Polona Domadenik, Matjaž Koman
Skrivnost državne lastnine v Sloveniji

Založila:
za založnika: Ekonomska fakulteta v Ljubljani, Založništvo
dekanja prof. dr. Metka Tekavčič

Uredniški odbor: doc. dr. Mojca Marc (predsednica), doc. dr. Mateja Bodlaj,
lekt. dr. Nadja Dobnik, prof. dr. Marko Košak, prof. dr.
Vesna Žabkar

Oblikovanje besedila: Darija Lebar
Oblikovanje naslovnice: Robert Ilovar

Tisk: Copis d.o.o., Ljubljana
Naklada: 100 izvodov

Ljubljana, 2015

CIP - Kataložni zapis o publikaciji
Narodna in univerzitetna knjižnica, Ljubljana

332.012.332(497.4)

PRAŠNIKAR, Janez, 1950-

Skrivnost državne lastnine v Sloveniji / Janez Prašnikar, Polona Domadenik, Matjaž Koman.
- V Ljubljani : Ekonomska fakulteta, Založništvo, 2015. - (Delovni zvezki Ekonomske fakultete)

ISBN 978-961-240-287-7

1. Domadenik, Polona 2. Koman, Matjaž
278092800

Vse pravice pridržane. Noben del gradiva se ne sme reproducirati ali kopirati v kakršni koli obliki: grafično, elektronsko ali mehanično, kar vključuje (ne da bi bilo omejeno na) fotokopiranje, snemanje, skeniranje, tipkanje ali katere koli druge oblike reproduciranja vsebine brez pisnega dovoljenja avtorja ali druge pravne ali fizične osebe, na katero bi avtor prenesel materialne avtorske pravice.

KAZALO

1	PRIVATIZACIJA V DRŽAVAH SREDNJE EVROPE	5
1.1	Privatizacijski modeli pred pričetkom privatizacije	5
1.2	Primerjava štirih držav	8
1.3	Je bilo na začetku 21. stoletja tranzicije konec?	17
2	PREDKRIZNI PRIVATIZACIJSKI STAMPEDO.....	20
2.1	Makroekonomski okvir	20
2.2	Pred izbruhom novega vala privatizacije.....	21
2.2.1	Koncentracija lastništva v privatiziranih podjetjih	21
2.2.2	"Konsolidacija" lastništva v bankah	22
2.2.3	Nekateri privatizacijski osamelci.....	23
2.3	Načrt umika države iz gospodarstva.....	25
2.4	Naložbe s strateško zamudo	27
3	GLOBALNA KRIZA IN PRIVATIZACIJA DRŽAVNE LASTNINE V SLOVENIJI	31
3.1	Šokirani zaradi krize: pomanjkanje makroprudencijske regulacije.....	31
3.2	Zakonodajne in organizacijske spremembe pri upravljanju državnega premoženja Slovenije	35
3.3	Kako nadaljevati?	37
	LITERATURA IN VIRI	46

Janez Prašnikar

Ekonomska fakulteta, Inštitut za Jugovzhodno Evropo (ISEE), Ljubljana
Center za proučevanje ekonomskih politik London (CEPR)

Polona Domadenik

Ekonomska fakulteta, Inštitut za Jugovzhodno Evropo (ISEE), Ljubljana

Matjaž Koman

Ekonomska fakulteta, Inštitut za Jugovzhodno Evropo (ISEE), Ljubljana

Avtorji se zahvaljujemo Adi Guštin in Mihi Dominku za pomoč pri pisanju prispevka.

1 PRIVATIZACIJA V DRŽAVAH SREDNJE EVROPE

1.1 Privatizacijski modeli pred pričetkom privatizacije

Paradoksalno je, da je danes v vrsti držav eden največjih gospodarskih problemov nevarnost deflacije. Še pred dobrimi dvajsetimi leti je bilo v nekdanjih socialističnih državah drugače. Pomembna značilnost teh gospodarstev je bila "shortage" ekonomija¹, katere temeljna značilnost je pre nizka ponudba oziroma proizvodnja dobrin glede na efektivno agregatno povpraševanje, zato se je zamenjava rigidnega planskega gospodarstva s tržnim zdela ustrezna rešitev za povečanje učinkovitosti. Ta povečana ekonomska učinkovitost pa naj bi bila dosežena s pomočjo privatizacije državne (družbene) lastnine.²

O tem, kakšna naj bo privatizacija in kako naj poteka, se je razvila obsežna razprava:

- naj bo hitra ali postopna (in naj zato poteka skozi daljše časovno obdobje);
- naj bo izvedena z razdelitvijo premoženja podjetij ali z njihovo prodajo;
- naj bodo lastniki podjetij notranji ali zunanji;
- naj pripada izkupiček od potencialne prodaje državnih podjetij tekoči generaciji ali naj bo porazdeljen med več generacij (medgeneracijska solidarnost).

Še preden so posamezne države naredile konkretne načrte za izvedbo privatizacije, se je v javnosti že pojavilo nekaj modelov privatizacije.

Naše razmišljanje bomo pričeli s predstavitvijo dveh generičnih idej o privatizaciji državne (družbene) lastnine. Prva je privatizacija z enakomerno razdelitvijo delnic državnih podjetij vsem državljanom (Brittan, 1988). Ker

¹ Glej Kornai (1980).

² Ekonomska znanost večinoma meni, da privatizacija pozitivno deluje na povečanje "produktivne učinkovitosti", vendar ni nujno, da v vsakem primeru pripelje do povečane "alokacijske učinkovitosti". Na primer, težko je najti izboljššan alokacijski učinek v primeru spreminjanja naravnega monopola v javni lasti v naravni monopol v zasebni lasti.

ustreza predstavam o "pravični" družbi, je ljudem všeč, njena prednost pa je tudi v tem, da jo lahko hitro izvedemo.

Druga izhaja iz prepričanja, da je državna (družbena) lastnina rezultat prizadevanj več generacij, zato naj se tudi izkupički od privatizacije porazdelijo med več generacij. Najbolje bi torej bilo, da z državnim premoženjem dolgoročno razpolaga za to posebej ustanovljen državni premoženjski sklad, ki seveda ne upravlja podjetij. Če bi jih bilo mogoče upravljati iz centra, bi to naredila že centralna planska ustanova. Da bi sklad povečal vrednost svojega premoženja, bi podjetja v doglednem času prodal, tako nakopičeno premoženje pa naložil v tujino (da bi se izognil incestnemu delovanju). Naložbene donose bi sklad usmerjal v proračun po načelu "več od povprečnih donosov v letih (obdobju) z večjim proračunskim primanjkljajem in manj od povprečnih donosov v letih (obdobju) z manjšim proračunskim primanjkljajem". Tako bi se lahko izravnavali tudi primanjkljaji/presežki v pokojninski blagajni, do katerih bi prihajalo zaradi demografskih gibanj (recimo staranje generacije "baby boom").³

Ideja o razdelitveni privatizaciji je vgrajena v model, ki ga je med drugimi zastopal ekonomist Svetovne banke Emanuel Hinds (v nadaljevanju Hindsov model). Menil je, da je treba privatizacijo izvesti hitro, saj bi s tem zaustavili črpanje iz podjetij zaradi neučinkovitega korporativnega upravljanja. Razdelitev državne (družbene) lastnine je pri tem samo prva faza. V drugi fazi je treba pridobljene delnice prodati zainteresiranim kupcem, ki s tem postanejo lastniki podjetij in obenem tudi nosilci korporativnega upravljanja (Hinds, 1990).

Prodaja podjetij je osnova modela privatizacije, ki ga je pripravila skupina ekonomistov v okviru Blue Ribbon Commission (Blue Ribbon Commission, 1990). Kupci podjetij naj bi bili domači in tuji, domači kupci naj bi sredstva za nakup pridobili z bančnimi krediti. Kupnino od prodaje podjetij naj bi država uporabila predvsem za pokrivanje tekočih fiskalnih potreb (prestrukturiranje podjetij pred prodajo, pokrivanje subvencij preostalim podjetjem ipd.). Tudi ta model predvideva hitro prodajo podjetij.

³ Gornji tekst seveda opisuje delovanje norveškega sklada Government Pension Fund – Global (v nadaljevanju GPF-Global), h kateremu se bomo v nadaljevanju članka še vrnil.

Kornai (1990) je na drugi strani v svojem modelu privatizacije predpostavil, da je resničen razvoj zasebnega sektorja mogoč predvsem z naravno selekcijo podjetnikov "iz mesa in krvi". Država je tako zavezana k skrbnemu upravljanju premoženja, ki ji je bilo zaupano, dokler se ne pojavi nov lastnik, ki bo zagotavljal varnejše in učinkovitejše ravnanje. Glavna skrb države je, da preda premoženje v roke resnično boljšemu lastniku. Podjetja bi morala biti prodana eno po eno, ne pa da se njihovo premoženje razdeli med prebivalstvo (Kornai, 1990, str. 82).

Če primerjamo prikazane tri modele (bilo jih je še več, vendar so manj pomembni za našo razpravo) s predstavljenima generičnima idejama, vidimo, da prvi (Hindsov model) zgolj navidezno pelje v "pravično" družbo, v kateri naj bi vse prebivalstvo razpolagalo s proizvodnimi sredstvi. Razdelitev državnega premoženja na enake dele je namreč šele vmesna faza v iskanju učinkovitih lastnikov in učinkovitega korporativnega upravljanja. Lastniške certifikate, ki jih pridobijo posamezniki, je treba prinesiti na sekundarni trg vrednostnih papirjev, ki pa ga je treba šele vzpostaviti. Pri tem ni mogoče vnaprej vedeti, ali bo prevzemna ponudba na delniškem trgu delovala dovolj zanesljivo, da bo omogočila učinkovito ujemanje med podjetji in lastniki (Tirole, 1990).⁴ Poleg tega država z masovno privatizacijo ne pridobi prihodkov od prodaje podjetij.

V modelu Blue Ribbon in Kornaijevem modelu je vzpostavitev učinkovitega mehanizma korporativnega upravljanja verjetnejša, vendar se modela razlikujeta po hitrosti izvedbe privatizacije in po tem, komu naj bi služil izkupiček od prodaje podjetij. Medtem ko prvi (model Blue Ribbon) nima težav s hitro prodajo, izkupiček od prodaje pa nameni manjši fiskalni obremenitvi sedanje generacije, bi drugi (Kornaijev model) prodajo srednjih in velikih podjetij izvedel v daljšem obdobju, saj mora država najprej poskrbeti za učinkovitost pri varovanju pravic, ki izhajajo iz pogodbenih odnosov, ter pravic zasebne

⁴ Tirole (1990) loči med t. i. "razburkano" in zrelo fazo na prehodu iz socialističnega v tržno gospodarstvo. Zaradi visoke negotovosti kapitalski trg v "razburkani" fazi ni sposoben izvajati dveh temeljnih funkcij: 1) oblikovanja "špekulativnih" informacij, iz katerih je mogoče soditi o prihodnjih donosih podjetja (vrednost podjetij), in 2) oblikovanja strateških informacij, na podlagi katerih je mogoče oceniti uspešnost neke strategije in povečanje vrednosti podjetja.

lastnine.⁵ Država je po tem pojmovanju skrbnik državne lastnine, pri eventualni prodaji podjetij pa si mora prizadevati za čim večje dolgoročne družbene koristi (angl. *social benefit*).

Seveda pa pristop prodaje podjetij enega za drugim vključuje tveganje, da se zaradi negativnih izkušenj, pridobljenih s prodajo posameznih podjetij, proces privatizacije ustavi. To bi utegnilo upočasniti vzpostavljanje tržnega gospodarstva. Lipton in Sachs (1990) sta zato oblikovala kompromisni predlog, ki naj bi vseboval prednosti masovne privatizacije (hitrost) in prednosti pristopa prodaje podjetij enega za drugim (korporativno upravljanje). Predstavitelja ga takole: »Delež delnic bi bil izdan po nizki ceni ali brezplačno ponujen zaposlenim v podjetju, drugi delež delnic pa bi bil hitro in brez kakršnih koli stroškov prenesen na različne finančne posrednike (kot so vzajemni ter pokojninski skladi, pa tudi na poslovne banke). Delnice v teh posrednikih bodo razdeljene ali prodane gospodinjsvom. In še, država bi ohranila delež delnic vsakega podjetja, katere bi postopoma prodala "ključnim investitorjem", ki bi prevzeli tudi osrednjo vlogo pri upravljanju podjetja« (Lipton in Sachs, 1990, str. 299).

1.2 Primerjava štirih držav

A Republika Češka

Splošno znano je, da je imela v Republiki Češki masovna privatizacija z vavčerji (masovna privatizacija) pomembno vlogo v hitrem preoblikovanju državne v zasebno lastnino. Če je leta 1989 zasebni sektor v nekdanji Češkoslovaški obsegal zgolj 2 % celotnega registriranega premoženja, pa je bilo že leta 1995 v Republiki Češki v zasebni lasti okoli 75 % premoženja (Svejnar, 1995). Okrog 1.800 srednjih in velikih podjetij je bilo privatiziranih v dveh valovih masovne

⁵ Zanimivo je, da najdemo to idejo precej kasneje v Knjazeva, Knjyzeva in Stiglitz (2013), ko ocenjujejo učinek privatizacije v "starih" in "novih" evropskih gospodarstvih. Če kontroliramo privatizacijske odločitve podjetij za endogenost (cherry-picking effect), je zaradi stroškov prestrukturiranja in stroškov zaradi neurejenih pogodbenih in lastninskih pravic kratkoročno opazen negativen vpliv privatizacije na uspešnost podjetij.

privatizacije.⁶ Manj znano je, da je Republika Češka v letih 1996–2000 doletela globoka ekonomska kriza, med njenimi vzroki pa je bila pomembna tudi masovna privatizacija. Vavčerje, ki so jih lahko za simbolično vsoto 1.000 čeških kron kupili odrasli državljani, so ti večinoma zamenjali za delnice investicijskih skladov (75 % vseh izdanih vavčerjev), ki so se potegovale za lastniške deleže podjetij. Šibka regulacija kapitalskih in finančnih trgov je omogočila sumljive, pogosto nelegalne transakcije, katerih cilj je bil izriniti nekdanje imetnike vavčerjev iz lastništva investicijskih skladov (Nellis, 2008). Posledici sta bili padec cen delnic investicijskih družb in slabo korporativno upravljanje podjetij. Poleg tega so bile nekatere največje investicijske družbe v lasti bank, te pa v državni lasti. Banke in investicijske družbe so tako družno "servisirale" slabo delujoča (angl. *poorly performing*) podjetja. Kornai (2000) poroča, da je bila produktivnost madžarskih podjetij v letu 1998 za 36 % večja kot v letu 1989, na Poljskem za 29 % in v Republiki Češki komaj za 6 %.

Kriza, ki je v letih 1996–2000 doletela Republika Češka, je razkrila slabo prakso na področju lastninjenja, »zato je vlada vložila velik napor v odpravo pomanjkljivosti v zakonodajnem in pravnem okviru, še posebno s poudarkom na investicijskih skladih in kapitalskih trgih. Privatizirala je v celoti ali skoraj v celoti večino poslovnih bank ter pričela s preostalimi projekti privatizacije v energetiki, radio-televiziji ter na železnicah« (Nellis, 2008, str. 102).

Ker se učinki privatizacijskih odločitev na daljši rok razpršijo, je vprašanje o učinkovitosti češke masovne privatizacije danes bolj akademske narave. Za našo razpravo je zanimiv rezultat ekonometrične raziskave, ki so jo opravili Gupta, Ham in Svejnar (2008). Njihova raziskava je pokazala, da so bila uspešnejša podjetja privatizirana najprej in da zanemarjanje učinka selekcije vodi do zavajajočih ocen o vplivu privatizacije. Ta podjetja so bila pogosto privatizirana z neposredno prodajo tujcem in so v splošnem delovala dobro.⁷ Nasprotno so

⁶ Lep pregled poteka privatizacije v Republiki Češki je v Hanousek in Kocenda (2003).

⁷ Koman in drugi (2015) v analizi masovne privatizacije v Črni gori ugotavljajo prilaščanje premoženja in izgubo produktivnejših podjetij. Ta podjetja niso izginila, ampak so se pojavila kot nova podjetja v lastništvu managerjev in z njimi povezanih oseb. Ko torej merimo učinke privatizacije in lastniških sprememb, je treba nujno upoštevati učinek selekcije v vzorcih preostalih podjetij.

Hanousek, Kocenda in Svejnar (2007) ugotovili, da bolj koncentrirano domače lastništvo v času izvedbe masovne privatizacije ni prispevalo k večji uspešnosti podjetij, pač pa je imela pozitiven učinek koncentracija lastništva, ki se je zgodila kasneje. Problem je bil v tem, da je pogosto potekala nepregledno, in sicer predvsem zaradi slabe regulacije finančnih trgov. Kot je poudaril Nellis (2008), »en razlog, zakaj so neposredna tuja vlaganja pomembna, je ta, da višje tveganje izgube ugleda investitorja slednjega privede do tega, da se drži dostojnega obnašanja kljub možnemu pomanjkanju lokalnih regulacij ali zmogljivosti izvrševanja« (Nellis, 2008, str. 102).

B Madžarska

Madžarska je imela med nekdanjimi članicami Vzhodnega bloka največ izkušenj s tržnim gospodarstvom. Adam (1989) pravi, da »po 35-letnih izkušnjah z delnimi, radikalnimi in sektorskimi reformami lahko Madžarska služi kot dober primer temu, kar je in kar ni možno pod enopartijsko vladavino z zgodovinske perspektive.« Toda privatizaciji državnih podjetij Madžari v obdobju socializma niso dajali velikega pomena.

Privatizacija podjetij je postala pomembna v dveh tranzicijskih načrtih, ki sta se pojavila leta 1990 (načrt Blue Ribbon Commission, Kornaijev načrt). Oba ponujata prodajo podjetij kot prevladujočo metodo privatizacije, vendar se, kot smo videli, razlikujeta v hitrosti prodaje. Masovni privatizaciji in delavskemu odkupu ne pripisujeta večjega pomena.

Do preobrata v razpravi, ali naj bo prodaja podjetij hitra ali naj poteka skozi daljše obdobje, je prišlo skoraj čez noč in iz nuje (proračunski deficit, Csaba, 1992). Na začetku so bile prodajne transakcije spontane, spodbujene s strani managerjev, ki so bili tudi največji zmagovalci privatizacije, največkrat v kombinaciji s tujimi investitorji (Voszka, 1993). Od leta 1991 je bila prodaja podjetij bolj regulirana, običajno je temeljila na razpisih (tenderjih), ki so bili dostopni tudi tujcem. Državna podjetja so morala prevzeti pravno obliko delniških družb, z njihovimi delnicami je razpolagala Agencija za državno premoženje (State Property Agency, SPA). Konec leta 1993 je SPA prodala okoli 30 % svojega premoženja, polovico od tega je pripadlo tujemu kapitalu

(Mihalyi, 1994). Delež tujih naložb v bruto domačem proizvodu je bil septembra 1994 že skoraj 16-odstoten, torej precej višji kot v primerljivih tranzicijskih državah (Havlik in drugi, 1995). Rezultat madžarskega modela privatizacije je lastniška struktura, ki jo označujejo nizek delež delavskega lastništva, nizka razpršenost in s tem precejšnja koncentracija lastništva, zlasti v obliki tujega lastništva (Frydman in drugi, 1993, Earle, Kuscerca in Telegdy, 2005).

Brown, Earle in Telegdy (2006) v obsežni študiji učinkov privatizacije na produktivnost podjetij v štirih državah (Madžarska, Romunija, Rusija in Ukrajina) v obdobju 1992–2002, v kateri upoštevajo tudi doseženo produktivnost teh podjetij pred privatizacijo (od leta 1985), za madžarska podjetja ugotavljajo, 1) da privatizacija pozitivno učinkuje na produktivnost, 2) da je učinek prodaje podjetij tujim investitorjem večji od učinka privatizacije podjetij s strani domačih investitorjev, 3) da deluje ta učinek takoj po privatizaciji in se kasneje razprši in 4) da je (upoštevaje predprivatizacijsko obdobje) takojšen učinek opazen zlasti pri podjetjih, ki so jih kupili tujci. Za razliko od ukrajinskih in ruskih podjetij, kjer tujemu prevzemu običajno sledi padeč produktivnosti (kar kaže na strategijo prilaščanja premoženja od managerjev /stripping assets/, ki so običajno po prevzemu odpuščeni), naj bi bil pozitiven šok produktivnosti, ki nastopi po tujem prevzemu v madžarskih podjetjih, znak novim lastnikom, da so managerji sposobni nadaljevati kariero v istem podjetju.

Vendar pa je Brada (1996) opozoril, da je bila SPA pogosto pasiven lastnik v podjetjih. Ne samo da je managerjem omogočila nadzor nad podjetji, dopustila je tudi izvedbo spontanah oziroma divjih privatizacij, kot je na primer omogočanje nizke prodajne cene tujcem. Brown, Earle in Telegady (2006) dodajajo, da bi lahko pozitiven šok produktivnosti po prevzemu pomenil tudi obstoj notranjih informacij na strani prevzemnikov. Ker od začetka do konca prevzema mine nekaj časa, lahko novi lastniki in managerji določijo najugodnejši čas za prodajo z vidika doseganja najvišje prevzemne premije.

Doslej smo govorili o gospodarstvih Republike Češke in Madžarske, ki sta državna podjetja privatizirali hitro. Pokazali smo, da sta obe državi izbrali vsaka svojo prevladujočo metodo privatizacije srednjih in velikih podjetij, vendar pa

privatizacija v nobeni državi ni potekala brez težav. Kaj pa, če izberemo počasen tempo privatizacije srednjih in velikih državnih podjetij, kot je to storila Poljska?

C Poljska

Razprava o tem, kako (in če sploh) privatizirati srednjevelika in velika državna podjetja, je bila na Poljskem sila razburljiva. Leta 1990 je bilo na primer v igri okrog dvajset različic zakona o privatizaciji (Nellis, 2008). Za to obstajata vsaj dva razloga: 1) število srednjevelikih in velikih državnih podjetij je bilo na Poljskem zelo visoko (uradna statistika je naštel več kot 8.400 podjetij, ki so ustvarila okrog 70–80 % bruto domačega proizvoda) in 2) že v času socializma so v mnogih podjetjih oblikovali delavske svete, ki so postali pomemben subjekt v pogajanjih z managerji in ustreznimi ministrstvi. Parlament je julija 1990 le sprejel zakon o privatizaciji, ki pa ni zagovarjal niti masovne privatizacije niti prodaje podjetij. Prav tako ni podpiral njune kombinacije, kot so predlagali zunanji svetovalci na čelu s Sachsom in Liptonom (glej Lipton in Sachs, 1990). Zakon je predpisal, da se mora podjetje za privatizacijo odločiti samo, prodati pa ga je mogoče samo s soglasjem zaposlenih. Podjetja so morala izdelati načrt eventualne prodaje podjetja in ga dostaviti v obravnavo ministrstvu za lastniške spremembe. Pričakovalo se je, da se bodo za privatizacijo najprej ogrela najboljša podjetja.

Poljska je torej pri privatizaciji srednjih in velikih državnih podjetij izbrala pragmatičen pristop. Pragmatizem je vodil tudi do ideje, da se 10–20 državnih podjetij preoblikuje v holdinge, ki naj bi delovali po komercialnih kriterijih, kasneje pa bi jih eventualno privatizirali. Prav tako je tak pristop zaslediti v ozadju masovne privatizacije, do katere je prišlo z nekajletnim zamikom. Do prepričanja, da bi se vendarle kazalo odločiti zanjo, je pripeljalo spoznanje, da poljsko prebivalstvo nima na voljo sredstev za nakup podjetij.

MPP (Masovni privatizacijski program) je bil sprejet aprila 1993. Vanj je bilo vključenih 512 srednjih in velikih podjetij, katerih večina delnic (60 %) se je razdelila med 15 "nacionalnih investicijskih skladov" (NIF), 10 % se je razdelilo med zaposlene, 30 % pa je ostalo v državni zakladnici. Vsak odrasel prebivalec je lahko za majhno denarno nadomestilo pridobil certifikat, da je nosilec deleža

MPP, ki mu je omogočil naložbo v vsakega od petnajstih NIF. Zaradi različnih razlogov MPP ni pričel z delom vse do konca leta 1995.

Na začetku leta 1997 je bilo v zasebni lasti le 22 % podjetij iz nabora 8.441 srednjih in velikih državnih podjetij v letu 1990 (Blaszcyk in Woodward, 1999). Kot je razvidno iz Slike 1 in Tabele 1, je poljsko gospodarstvo v 90. letih prejšnjega stoletja rastlo razmeroma hitro kljub visokemu deležu državnih podjetij. Opazno pa je bilo, da imajo podjetja v državni lasti omejen dostop do financiranja (še zlasti v primeru, ko je šlo za financiranje razvojnih načrtov), zato so pogosto poslovala z zastarelo tehnologijo in s presežnim številom zaposlenih (Blaszcyk in Woodward, str. 44–46).

D Slovenija

Privatizacija družbene lastnine je bila na prehodu v 90. leta prejšnjega stoletja aktualna tema tudi v Sloveniji.⁸ V letu 1991 so bili v razpravi trije predlogi: 1) decentralizirani, gradualistični model, ki je temeljil na delavsko-managerskem odkupu (Mencingerjev model); 2) centralizirani model masovne privatizacije (Sachsov model) in 3) semidecentralizirani model s prenosom družbene lastnine v preferenčne delnice pokojninskega sklada (Ribnikarjev model). Mencingerjev model je različica prodaje podjetij in je spodbujal predvsem oblikovanje notranjega lastništva.⁹ Sachsov model sledi prizadevanjem masovne (razdelitvene) privatizacije, pri čemer predvideva najprej poddržavljanje podjetij. Ribnikarjev model upošteva generični nastanek družbene lastnine in gradi na medgeneracijskem usklajevanju. Izogniti se želi tudi dodatnemu eksternemu šoku, ki bi lahko nastal zaradi privatizacije.¹⁰

⁸ Slovenija je bila do leta 1991 še sestavni del Jugoslavije. Privatizacija družbene lastnine je bila vključena v različne opcije prihodnjega gospodarskega razvoja (Prašnikar in Pregl, 1991).

⁹ Zaradi samoupravnega značaja podjetij v nekdanji Jugoslaviji naj bi bili zaposleni že takrat njihovi ekonomski lastniki (Bajt, 1992).

¹⁰ Ribnikar je kasneje zapisal: »Prodaja tujcem in/ali uvoz kapitala bi nasploh krepila domačo valuto in s tem zmanjšala konkurenčnost domačih podjetij. Če bi bila podjetja v lastništvu pokojninskega sklada, bi ta v primeru, da bi jih prodali tujcem, moral izkupiček reinvestirati v tujino, v tuje papirje. Tako prodaja podjetij tujcem ne bi vplivala na višino deviznega tečaja ...

Privatizacijski zakon iz leta 1992 je dodelil 20 % delnic podjetja notranjim deležnikom (delavcem), 20 % razvojnemu skladu, ki je na dražbi delnice prodal investicijskim skladom, 10 % državnemu pokojninskemu skladu in 10 % odškodninskemu skladu. Prav tako je bil v vsakem podjetju delavski svet ali upravni odbor (če je obstajal) pooblaščen za dodelitev preostalih 40 % delnic v prodajo notranjim (zaposlenim) ali zunanjim ponudnikom. Na podlagi sklepa o dodelitvi teh preostalih 40 % delnic lahko podjetja uvrstimo med tista, ki so privatizirana po notranji metodi, in tista, ki so privatizirana po zunanji metodi.

Zakon je kompromisni predlog in močno spominja na predlog Liptona in Sachsa (1990). Razdelitvi delnic zaposlenim (v zameno za lastniške certifikate) sledi prenos delnic na tri državne sklade (pokojninski sklad, odškodninski sklad in sklad za razvoj). Preostanek delnic je namenjen prodaji v svežnju. Na tej točki velja opozoriti na predvideno vlogo treh državnih skladov. Pokojninski sklad naj bi zagotavljal dodatna sredstva za polnjenje pokojninske blagajne. Odškodninski sklad naj bi bil vir sredstev za pokrivanje obveznosti do nekdanjih lastnikov, ki jih ne bi bilo mogoče vrniti v naravi. Sklad za razvoj pa naj bi izvajal funkcijo posrednika v menjavi delnic podjetij za lastniške certifikate, ki bi jih od prebivalstva zbrale investicijske družbe. Ustanovljen je bil že leta 1991, in sicer z namenom organiziranja prestrukturiranja večjih podjetij v težavah. O tej vlogi sklada bomo še spregovorili.

Do konca leta 1995 je 1.446 podjetij predložilo Agenciji za privatizacijo svoje privatizacijske programe, do leta 1997 pa jih je 1.381 pridobilo odobritev za privatizacijo in vpis v sodni register. Zaposleni so pridobili večinski delež v 802 podjetjih (61,3 %), vendar je bil delež teh podjetij v skupnem kapitalu privatiziranih podjetij zgolj 22,9 %. V 150 podjetjih (11,5 %), ki so predstavljala 45 % kapitala, je bil delež notranjih lastnikov manjši od 20 % (Mencinger, 2006). O tem, koliko družbenega premoženja je bilo na ta način privatiziranega, obstajajo različni podatki, saj se nanašajo na vrednost družbenega kapitala v različnem času (pred privatizacijo ali po njej), upoštevajo različne metode vrednotenja kapitala (knjižna vrednost vs. ocenjena vrednost) oziroma imajo

Pokojninski sklad bi imel, čeprav tega takrat (torej v letu 1991, op. piscev) ni nihče vedel, značilnosti pravega "državnega premoženjskega sklada"« (Ribnikar, 2011, str. 169).

različno osnovo za oceno družbenega kapitala (kaj šteti za družbeni kapital).¹¹ V strukturi lastništva so sprva prevladovali interni lastniki (okoli 40 %), sledili so investicijski skladi (25 %), državni skladi (22 %), preostalih 13 % pa je bilo ali prodano ali zamenjano za lastniške certifikate zunanjim lastnikom (Gregorič, 2003).

Delež javnega sektorja v bruto domačem proizvodu je bil v Sloveniji na začetku novega stoletja še precejšen (Tabela 1). Zakon o lastninski transformaciji (1992) je namreč iz privatizacije izvzel »podjetja, ki zagotavljajo posebne javne storitve, banke in zavarovalnice, podjetja, ki so v skladu z zakonom preoblikovana v zadrage, podjetja, ki so preoblikovana pod gozdarsko zakonodajo, in podjetja v stečajju«. Javni sektor in državna lastnina sta se v 90. letih šele oblikovala iz nekdanjih SIS – samoupravljanju in družbeni lastnini prilagojenih "interesnih skupnosti", ki so bile prostovoljne organizacije proizvajalcev in potrošnikov določenih dobrin in storitev, predvsem javnih dobrin, kot so zdravstvo, izobraževanje in komunalne storitve (Prašnikar in Svejnar, 1988). Dodatno je država ustanavljala državne sklade za izvajanje različnih opravil. Poleg razvojnega sklada je bilo po letu 1991 ustanovljenih še deset drugih skladov: stanovanjski sklad, sklad za tehnološki razvoj, sklad za kmetijska zemljišča, gozdove ipd. Razvojni sklad je bil ustanovljen, da bi pomagal pri prestrukturiranju slovenskega gospodarstva v postopku privatizacije. Prijavilo se je 217 podjetij; 98 podjetij (kar predstavlja 10 % zaposlenih in 40 % izgub v slovenskem gospodarstvu) je bilo vključenih v program. Postopoma se je razvojni sklad, ki se je pozneje preoblikoval v razvojno družbo, razvil v institucijo za zagotavljanje različnih oblik nepreglednih in pogosto politično motiviranih pomoči podjetjem. Razvojno družbo so dokončno likvidirali leta 2002. Študija finančnih naložb Republike Slovenije je pokazala, da je imela država leta 1995 dve tretjini naložb v obliki kapitalskih in ustanovnih naložb v 410 javnih institucijah, 28 javnih podjetjih, 11

¹¹ Jaklin (1996) prikazuje, da so izračuni ministrstva za gospodarske zadeve v decembru 1993 pokazali, da so podjetja v lastniški preobrazbi zaposlovala skoraj 50 % delovne sile v poslovnem sektorju (231.750), imela 37,5-odstotni delež v skupni knjižni vrednosti družbenega kapitala in ustvarila 39,2 % prihodkov v poslovnem sektorju. Mencinger (2006) trdi, da je kapital, ki je bil predmet preoblikovanja, predstavljal 68 % obstoječega družbenega kapitala.

državnih skladih, dveh vladnih agencijah, dveh bankah v procesu rehabilitacije in v nekaj drugih manjših institucijah (Prašnikar, Čok in Oražem, 1996).

Kljub tem posebnostim je Slovenija v 90. letih prejšnjega stoletja (Slika 1) dosegla gospodarsko rast, ki je primerljiva z drugimi obravnavanimi državami. Pripisati jo je mogoče "smiselni makroekonomski politiki", kjer je bil v prvi fazi fokus na makroekonomski stabilizaciji (do leta 1995), v drugi fazi na strukturnih prilagajanjih z namenom zmanjšanja anomalij tržne izkrivljenosti (Bole in Mramor, 2006), na hitrem razvoju majhnih, zasebnih podjetij (Prašnikar, 1998) in kooperativni igri med lastniki, managerji in zaposlenimi, ki je zlasti v primeru mednarodno usmerjenih slovenskih podjetij pripeljala do ofenzivnih strategij rasti (Prašnikar in Gregorič, 2002). Izpostavljenost konkurenci in zmanjševanje mehkih proračunskih omejitev sta tudi državna podjetja silila k tržnemu prilagajanju.

Napredek je viden tudi iz rezultatov dveh ekonometričnih študij, ki obravnavata učinkovitost podjetij v omenjenih obdobjih. Prašnikar in Svejnar (2007) sta analizirala predprivatizacijsko investicijsko in plačno obnašanje slovenskih podjetij v obdobju od 1991 do 1995, ko so pomembni odločevalci že vedeli, da bodo ta podjetja privatizirana. Ugotovila sta, da se investicijsko obnašanje bolj ujema s hipotezo nepopolnih kapitalskih trgov (notranji viri) kot z neoklasičnim modelom ter modelom akceleratorja, kjer povpraševanje žene investicijsko dejavnost. Poleg tega so podjetja prikazovala pogajanja med managementom in zaposlenimi o delitvi dodane vrednosti med investicije in plače. Rezultat pogajanj je šel v korist zaposlenih, ki so si delili notranje presežke podjetja, ki bi morali biti namenjeni financiranju naložb. Kasneje so Domadenik, Prašnikar in Svejnar (2008) v analizi prestrukturiranja privatiziranih družb z uporabo enačbe povpraševanja po delovni sili in investicijske enačbe odkrili, da so se privatizirana podjetja v obdobju 1996–2000 obnašala podobno kot podjetja v razvitih gospodarstvih, saj je bi njihov glavni cilj čim večji dobiček. Našli so le malo podpore za hipotezo, da bi večja izvozna usmerjenost podjetja in pomembne institucionalne značilnosti, kot so notranja ali zunanja privatizacija, večje lastništvo zaposlenih in sodelovanje zaposlenih v korporativnem upravljanju vplivali na zaposlovanje in investicijsko obnašanje podjetja. Takšni rezultati kažejo, da hitro in množično uvajanje mednarodne konkurence na

domačem trgu sproži podobno ekonomsko obnašanje v podjetjih, ki imajo različne strukturne in institucionalne značilnosti.

1.3 Je bilo na začetku 21. stoletja tranzicije konec?

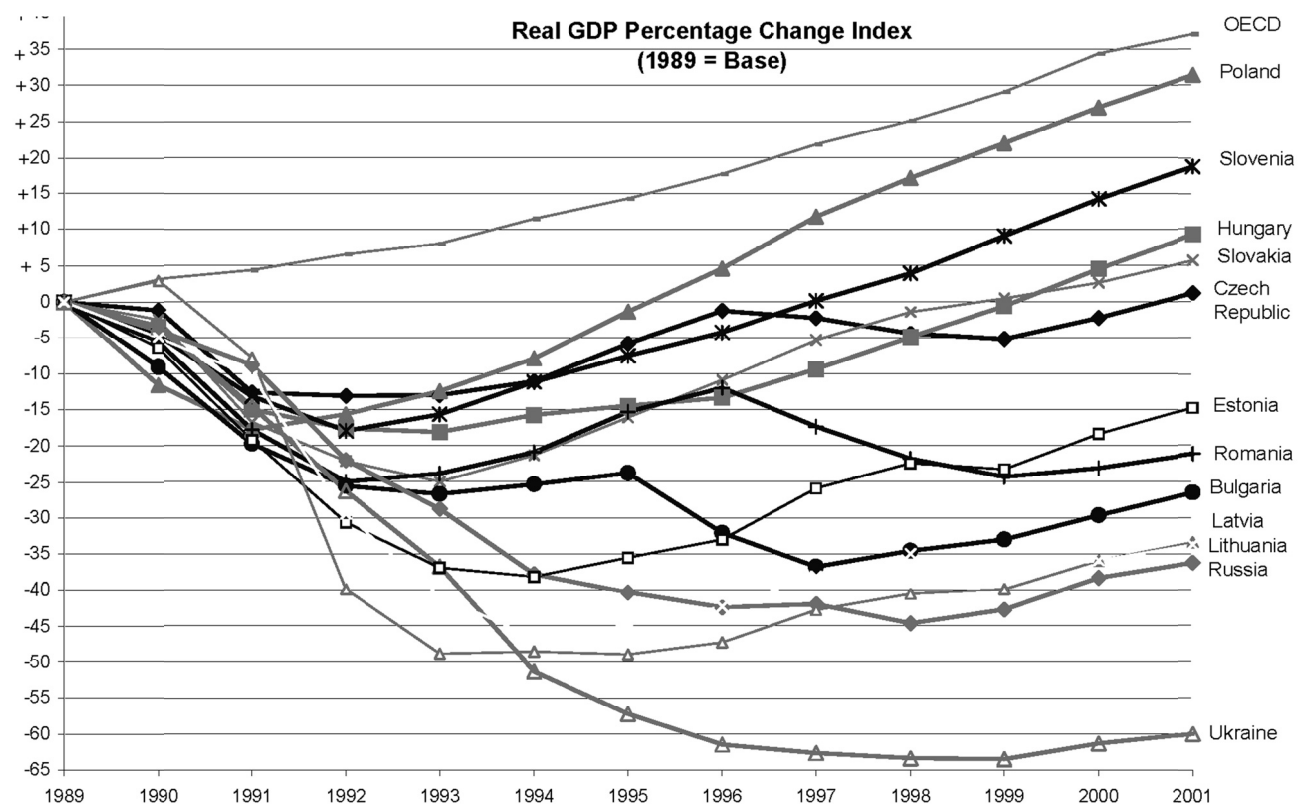
Po desetletju tranzicije se je postavilo vprašanje, ali je tranzicije konec. Tranzicijske države so boljše od pričakovanih prebrodile fazo tranzicijske depresije (Slika 1). Prav tako je zasebni sektor v večini držav prispeval več kot 50 % v bruto domačem proizvodu (Tabela 1). Gelb (1999) je menil, da se problemi v tranzicijskih državah niso več bistveno razlikovali od problemov drugih držav, ki so bile na podobni razvojni stopnji. Po tem pojmovanju je bilo tranzicije konec. Svejnar (2002) je opredelil mejo prehoda kot stanje, v katerem trg nadomesti centralni plan in so države sposobne dosegati stopnje rasti, ki jim omogočajo sodelovanje z razvitejšimi tržnimi gospodarstvi, ne da bi pri tem uporabili protekcionistične ukrepe.

Za vrsto držav, tudi za Slovenijo, je bil vstop v EU nov izziv. Čeprav so Sloveniji mnogi priznavali, da je med boljše pripravljenimi kandidatki za vstop v EU, se je od drugih kandidatki ločila prav po nadpovprečno velikem državnem sektorju (Tabela 1). V 90. letih se je okrepilo tudi stališče, naj nastale probleme rešuje močna država. Pri državi (in političnih strankah) so pogosto iskali pomoč tudi taki, ki so se sicer najbolj zavzemali za konkurenčno gospodarstvo.¹² Prav tako so težave s sterilizacijo deviznih prilivov ob večjih tujih prevzemih (Lek) prispevale k mnenju, da je za rast gospodarstva pomembno domače lastništvo. Posledično sta politična pripadnost in koalicijsko usklajevanje¹³ igrala pomembno vlogo že pri oblikovanju prvih nadzornih svetov v gospodarskih družbah, kjer je imela država dovolj velik lastniški delež (1996–2000). Še bolj se je slednje razvilo kasneje, še zlasti po tem, ko so se pojavili resni načrti o pospešeni privatizaciji državnih podjetij (Domadenik, Prašnikar in Svejnar, 2015). Marsikdo si je obetal hiter zaslužek. Vse je bilo pripravljeno, manjkalo je le še ustrezen vir.

¹² Lep primer je predlog spremembe investicijskih skladov v vzajemne družbe. O tem bomo spregovorili nekoliko kasneje.

¹³ Glede na obstoječo volilno zakonodajo v Sloveniji so koalicijske vlade skoraj nujnost.

Slika 1: Indeks spremembe realnega BDP



Vir: J. Svejnar, *Transition Economies: Performance and Challenges*, 2002, str. 11.

Tabela 1: *Delež zasebnega sektorja v bruto domačem produktu v letu 2000 (v odstotkih)*

Češka	80
Madžarska	80
Poljska	70
Slovaška	75
Slovenija	55
Estonija	75
Latvija	65
Litva	70
Albanija	75
Bolgarija	70
Romunija	60
Kazahstan	60
Rusija	70
Ukrajina	60

Vir: J. Svejnar, Transition Economies: Performance and Challenges, 2002, str. 11.

2 PREDKRIZNI PRIVATIZACIJSKI STAMPEDO

2.1 Makroekonomski okvir

Predkrizno obdobje v Sloveniji je sovpadalo z vstopom v EU, z vstopom v evropski mehanizem deviznih tečajev 2 (ERMII) ter s kasnejšim vstopom v evropsko monetarno unijo. V času pospešene svetovne gospodarske rasti je Slovenija uvedla nominalno prilagajanje v ERMII ter v evroobmočje v skoraj monetarno-političnem vakuumu, s padajočimi nominalnimi obrestnimi merami, s padajočimi državnimi premijami za tveganje ter s stabilnimi deviznimi tečaji. Fiskalna politika je bila formalno naravnana nevtralnno, saj je beležila zanemarljiv proračunski deficit, vendar pa je bila še vedno zelo ohlapna. Ob tem je Slovenija izgubila tudi nadzor nad monetarno politiko.¹⁴ Čeprav so bile standardne tržne institucije razvitih gospodarstev, vključno z regulacijskim sistemom (bančništvo, kapitalski trg, tržne strukture), že vzpostavljene z vstopom v EU, pa niso bile dovolj, da bi jim uspelo preprečiti posledice preveč ohlapne fiskalne in monetarne politike. Hitra in popolna sprostitvev (tujih) kapitalskih tokov v želji po pospeševanju prilagajanja procesa realnega gospodarstva (ki je bilo v večini izvedeno prek privatizacij ter prevzemov) je bil kliše dneva (Bole, Prašnikar in Trobec, 2014).

To obdobje je bilo zaznamovano s prostim dostopom bank (in ostalih ekonomskih enot) do tujih sredstev posojilodajalskih skladov, ki so tako igrali vlogo "globokih žepov" investorjev, kot je bilo to opisano s strani Miller-Stiglitz (2010). Konkurenca med novimi bankami, ki so vstopale na trg, ter njihova želja po zavzetju čim večjega tržnega deleža¹⁵ sta še dodatno spodbudili povečanje kreditne ponudbe.

¹⁴ Glej na primer Bole (2006) in Bole in MacKellar (2009).

¹⁵ Tuje banke so vstopale na trg s pomočjo ugodnejših kreditnih pogojev, da bi jim tako uspelo pridobiti dovoljšen tržni delež (Feldin in drugi, 2009).

2.2 Pred izbruhom novega vala privatizacije

2.2.1 Koncentracija lastništva v privatiziranih podjetjih

Koncentracija lastništva v privatiziranih podjetjih je potekala hitro.¹⁶ Eden od razlogov za to je bilo nepregledno trgovanje z delnicami. Potekalo je med velikimi lastniki (investicijske družbe, državni skladi), med podjetji in velikimi lastniki (parkiranje delnic), kjer se pogosto ni spoštovala prevzemna zakonodaja, in med podjetji in malimi delničarji (odkupi lastnih delnic od malih delničarjev, koncentracija lastništva v družbah pooblaščenkah).¹⁷ Zakonodajni in nadzorni organi (Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATPV), organi Ljubljanske borze in Agencija za varstvo konkurence (AVK), vlada, parlament) so delovali zmedeno in se niso pravočasno zoperstavili rentnemu obnašanju različnih interesnih skupin.

Tako je zakon o pooblaščenih investicijskih družbah (PID) iz leta 1994 predvidel, da se bodo PID po določenem času preoblikovale predvsem v vzajemne sklade. PID so vneto lobirale proti tej rešitvi.¹⁸ Deset let kasneje (2004), ko se je iztekel zakonski rok, se je večina PID preoblikovala v delniške družbe oziroma finančne holdinge. Ti niso bili podvrženi tako skrbnemu nadzoru regulatorjev kot vzajemni skladi, ki so kotirali na borzi. Prav tako vlagatelji v investicijske sklade (nekdanji lastniki privatizacijskih certifikatov) niso imeli možnosti, da bi z grožnjo izhoda (angl. *credible threat*) vplivali na povečanje transparentnosti in učinkovitosti investicijskih družb. Nekatere PID so izkoristile pomanjkljivost zakonodaje in neučinkovitega nadzora in so sredstva prenesle v

¹⁶ Za 150 najpomembnejših velikih in srednje velikih podjetij v Sloveniji, ki so bila vključena v vzorec in so v poprečju zaposlovala 500 ljudi, Pavlič Damijan, Gregorič in Prašnikar (2004) ugotovijo, da je v obdobju 1998–2002 delež notranjih lastnikov v povprečnem podjetju padel z 39,81 % v letu 1998 na 29,75 % v letu 2002. V istem obdobju se je delež domačih podjetij povečal s 7,8 % na 26,79 %. Tujci so povečali svoj delež s 3,03 % na 6,72 % in PID z 18,72 % na 19,17 %. Delež skladov, ki so pod nadzorom države, se je v povprečnem podjetju zmanjšal z 20,13 na 10,24 %.

¹⁷ Družbe pooblaščenke so organizacijska oblika notranjih delničarjev, ki delujejo na podlagi medsebojnega delničarskega sporazuma.

¹⁸ Zakon o pravnih naslednicah PID, ki je bil prvič uvrščen v parlamentarno obravnavo v letu 2001, je parlament v precej spremenjeni obliki sprejel šele v letu 2007.

tujino. Druge so svojo vlogo finančnega holdinga razumele v smeri koncentracije lastništva v določenih podjetjih (skupini podjetij) in so se pripravljale na njihov končni prevzem.

V finančne holdinge so se preoblikovala tudi nekatera večja nefinančna podjetja, ki so bila tudi sama predmet lastninskega preoblikovanja. S prodajo posameznih delov podjetja so prišla do finančnih sredstev, ki so jih namenila za nakupe drugih podjetij, da bi jih potem prodala (Istrabenz, Sava ...). S tovrstno dejavnostjo (finančni holding) so se pričeli ukvarjati nekateri podjetniki (*de novo* podjetja), ki so bodisi pričeli z nič ali malo kapitala in so s prvimi transakcijami z vrednostnimi papirji privatiziranih podjetij zaslužili za nakupe drugih podjetij bodisi so začetni kapital za nakupe podjetij pridobili s krediti bank. H koncentraciji lastništva pa so prispevala še podjetja, ki so s prevzemi oblikovala koncernsko strukturo (zlasti industrijska podjetja), ki so jo utemeljevala s prednostmi ekonomije obsega (angl. *economics of scale*) in ekonomije povezanih proizvodov (angl. *economics of scope*) (Pahor, Ferligoj in Prašnikar, 2004).

2.2.2 "Konsolidacija" lastništva v bankah

Naj najprej omenimo, da je Slovenija v preteklosti že izvedla podobno operacijo reševanja bančnega sektorja kot v letu 2014. Kot rezultat rehabilitacije bančnega sistema, ki se je pričela v letu 1993 in končala v letu 1997¹⁹, sta dve največji

¹⁹ Zaradi izgubljenih sredstev v drugih delih Jugoslavije ter slabih kreditov je centralna banka (Banka Slovenije) tri največje starejše banke, ki so imele 50-odstotni delež v sredstvih vseh bank v državi, uvrstila v formalni proces rehabilitacije. Ključni steber bančne rehabilitacije je predstavljala menjava slabih naložb za državne obveznice. Ustanovljeni sta bili dve novi banki (NLB in NKBM), tretja (Poštna banka) pa se je združila z NKBM. Sredstva so bila prenesena na nove banke, medtem ko so obveznosti do vlagateljev ter sredstva, ki so bila naložena v državah bivše Jugoslavije, ostali pri "starih" bankah. Z menjavo je tako na novo ustanovljena Agencija za sanacijo bank (ASB) postala lastnica bank, saj je bila vrednost njihovega kapitala negativna. Javni dolg, ki je bil ustvarjen med sanacijo bank, je znašal 1,9 milijarde DEM (približno eno milijardo evrov). Ta je bil le marginalno pokrit s strani ASB, ki je igrala tudi ključno vlogo pri nadzoru in prestrukturiranju bank. Ko je bila ASB odpravljena (1997), je bilo njeno lastništvo preneseno na državo (Štiblar in Voljč, 2004).

banki, Nova Ljubljanska banka (NLB) in Nova Kreditna banka Maribor (NKBM), postali državni banki.

V letu 2002 je vlada napovedala privatizacijo teh dveh največjih bank prek razpisa, ki pa je bil le deloma uspešen. Zaradi javnega mnenja, ki je nasprotovalo prodaji bank tujim lastnikom, je bilo belgijski KBC dovoljeno prevzeti le 34-odstotni delež NLB. Ostali lastniki so bili EBRD s 5 %, drugi zasebni lastniki s 17 % ter država s 44 %. Državni delež v NKBM je medtem narastel na 90 %.

V skladu z dogovorom s KBC naj ne bi prišlo do nikakršnih sprememb v lastniški strukturi do leta 2005. Zdi se, kot da je vlada banki KBC tiho obljubila, da bo lahko postala večinska lastnica NLB. Pogajanja med KBC in novo vlado, ustanovljeno leta 2004, niso bila uspešna. Na pogajalski mizi so bile tri možnosti: 1) da država obdrži 25-odstotni delež ter zlato delnico, 2) da KBC pridobi večinski delež (51 %) ali 3) da KBC pridobi manjšinski delež (49 %). Sprejeta ni bila nobena od treh možnosti, zato je KBC leto kasneje razglasila, da se bo umaknila s položaja strateškega investitorja.

O prodaji NKMB se je razpravljalo precej časa, vmes pa se je spreminjal tudi način prodaje. Načrt prodaje iz leta 2001 je predvideval prodajo tujemu strateškemu partnerju. V letu 2004 se je pojavila ideja, da bi privatizacijo izpeljali v obliki razpršenega lastništva in z javno prodajo na domačem in tujem trgu. Po načrtu vlade iz maja 2006 pa naj bi privatizacija NKMB potekala v dveh korakih. V prvem naj bi prodali 20 % delnic ključnemu investitorju, ki naj bi banko tudi prestrukturiral. 5 do 10 % bi bilo namenjeno domačim fizičnim osebam, 20–25 % pa bi bilo na mednarodnem razpisu ponujeno institucionalnim investitorjem. Preostali delež do 25 % in ene delnice (kar obdrži država) bi bil v drugem koraku namenjen mednarodnim investitorjem.

2.2.3 Nekateri privatizacijski osamelci

Med podjetji, ki niso sodila v nobeno izmed prejšnjih dveh kategorij, je bilo v preučevanem obdobju precej pozornosti namenjene še morebitni prodaji Telekoma, Luke Koper, Zavarovalnice Triglav, Hita in Aerodroma Ljubljana,

vendar nobeden izmed naštetih primerov ni bil tudi rešen v opazovanem obdobju.

V Telekomu, vodilnem slovenskem podjetju na področju telekomunikacij, je država neposredno in posredno lastnica 74,14-odstotnega deleža.²⁰ V obravnavanem obdobju se je tehtalo med tem, ali naj država lastniški delež sploh proda, ali podjetje prodati po delih ali v celoti in ali uvrstiti delnice na borzo. V letu 2006 je bila sprejeta odločitev, da podjetje ne bo prodano po delih, da mora podjetje svoje delnice uvrstiti na borzo in da morajo hkrati država in paradržavne institucije uskladiti način nastopanja pri prodaji delnic.

Na podlagi leta 2002 sprejetega zakona o lastninskem preoblikovanju zavarovalnic so bile delnice Triglava, največje zavarovalnice v Sloveniji, prenesene v skrbništvo SOD in KAD.²¹ Slednja naj bi delnice prodala posameznikom ter ostalim ustanovam, ki so imele pravico do nakupa delnic glede na pretekla vplačila zavarovalniških premij.²² V naslednjem obdobju je bila najprej obravnavana (in nato zavrnjena) možnost, da bi se Triglav povezal z NLB v holdinško povezavo, prek katere bi v Triglav vstopila belgijska KBC. V letu 2006 se je pojavila zahteva po čimprejšnji privatizaciji 34,37-odstotnega deleža KAD. Ocenilo se je, da bi bila prodaja individualnim zavarovancem tehnično težko izvedljiva. Po odločitvi parlamenta je ta delež v letu 2007 pripadel KAD ter kasneje Zavodu za pokojninsko in invalidsko zavarovanje (ZPIZ).

Leta 2003 je vlada objavila, da je Luka Koper naravni monopol, zato podjetje ne bo privatizirano. V nadaljevanju je bilo napovedano, da želijo poiskati

²⁰ Ob koncu leta 2006 je bila Republika Slovenija 62,53-odstotni lastnik, SOD 4,25-odstotni lastnik in KAD 7,36-odstotni lastnik Telekoma.

²¹ To se je prav tako zgodilo v dodatnih štirih primerih.

²² Med največjimi delničarji Triglava so bili na dan 31. 12. 2006 SOD (42,3 %), KAD (34,47 %), Radenska, d. d. (1,93 %), Sava-Re, d. d., (1,15 %), Hit, d. d., (1,12 %) ter ostali, ki so imeli manj kot odstotek deleža. Na dan 15. 1. 2015 pa so bili med največjimi lastniki Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje (34,47 %), SDH (28,9 %), Hypo Alpe Adria Bank Zagreb (6,15 %), Skandinaviska Enskilda Banken S.A. Luxembourg – FI (2,04 %), Hrvatska Poštna Banka, d. d., (1,35 %), Estern European Fund (1,47 %), Austrian Anadi Bank AG (1,23 %) ter ostali, ki so si lastili manj kot odstotek deleža.

strateškega partnerja. Luka Koper, kjer ima država 67,11-odstotni delež, se v privatizacijskih zgodbah omenja le na koncu obdobja v povezavi z izgradnjo logističnega holdinga, ki bi ga ustanovila slovenska država in Deutsche Bahn. Deutsche Bahn bi v Intereuropo in Luko Koper vstopil neposredno in bi po tržni ceni pridobil 75-odstotni delež, medtem ko bi državi ostala preostala četrtnina delnic, pri Slovenskih železnicah pa bi država obdržala 51 %. Pogajanja so se hitro končala in od ideje ni ostalo nič.

Podobna je bila zgodba s Hitom, kjer ima država 40-odstotni delež navadnih delnic. Pogajanja z ameriško korporacijo Harrah's Entertainment pri predvideni izgradnji megazabavišča na Goriškem, ki so vključevala tudi potencialno privatizacijo Hita, niso prinesla rezultatov.

Aerodrom Ljubljana se je lastnil po zakonu o lastniškem preoblikovanju iz leta 1992. Podjetje je kotiralo na borzi, delnice so bile zaradi razmeroma visoke donosnosti podjetja likvidne. Leta 2006 so se v nakup delnic Aerodroma podala tudi državna podjetja (Luka Koper). Država je prekoračila prevzemne pragove, zato je bila kaznovana, sicer šele leta 2012, ko ji je ATVP odvzela glasovalne pravice (več o prodaji Aerodroma Ljubljana kasneje).

2.3 Načrt umika države iz gospodarstva

Tako imenovani "transparentni umik države iz gospodarstva" je bil del vladnega programa Okvir ekonomskih in socialnih reform za dvig blaginje v Sloveniji, ki je izšel leta 2005.²³ Najprej bi moral biti dosežen prek preoblikovanja KAD in SOD v portfeljske investitorje ter kasneje še prek koordinirane privatizacije večjih podjetij v večinski lasti države.

Da bi prodajo državnega premoženja naredili transparentno, so bila podjetja v portfelju KAD in SOD razdeljena v tri skupine.

Prvo skupino so sestavljale družbe z omejeno odgovornostjo. Glavni kriterij prodaje podjetij v tej skupini je bilo maksimiranje njihove prodajne cene. KAD in SOD naj bi tako sodelovala in vseskozi merila dobičkonosnost podjetij ter

²³ Paket je vseboval 70 ukrepov za doseg hitrejši gospodarske rasti in večje blaginje.

skušala poiskati čim več potencialnih kupcev; rok za takšno privatizacijo je bil 30 mesecev.

Podjetja, ki so kotirala na borzi, so sestavljala drugo skupino. KAD in SOD bi morala (upoštevajoč plitvi slovenski kapitalski trg) samostojno maksimirati vrednost delničarskih portfeljev v skladu s pravili delniškega trga. Rok, da bi namesto aktivni postala portfeljski vlagatelj (njuno skupno lastništvo v podjetju naj ne bi presegalo 10 %), je 24 mesecev; po preteku roka morata KAD in SOD upravljati svoje portfelje znotraj načel portfeljskih vlagateljev.

Podjetja, za katera zaradi velikosti in pomembnega vpliva na nacionalno gospodarstvo ne veljajo roki za njihovo privatizacijo, so sodila v tretjo skupino. Njihova prodaja bi morala biti izvedena v skladu z obveznostmi obeh skladov (denacionalizacijski zahtevki v primeru SOD ter prispevanje k pokojninskemu sistemu v primeru KAD) ter v skladu s situacijo na trgu in v skladu s prodajo ostalih podjetij v državni lasti.

Za privatizacijo podjetij v neposredni državni lasti, ki imajo precejšen tržni delež in ki igrajo pomembno vlogo v gospodarstvu (Telekom, največja zavarovalniška podjetja, dve največji banki), je bil predlagan model delne privatizacije 26XZ. V skladu z modelom bi morala država na dolgi rok obdržati 26 % lastništva, medtem ko bi lahko strateški partner prevzel X-odstotni delež ($0 < X < 74$) ter finančni partner Y-odstotni delež ($0 < Y < 74$). X in Y bi se razlikovala od primera do primera, odvisno od potrebe po prestrukturiranju podjetij; pri najnujnejših bi bila vrednost X višja in vrednost Y nižja (Mencinger, 2006).

»V letih 2007 in 2008 bi morala vlada prav tako prodati podjetja, ki so v pretežnem in neposrednem lastništvu države in pri katerih bi dobiček od prodaje pripadal proračunu. Najpomembnejši med njimi so SIJ (holding slovenskih železarn s knjižno vrednostjo 174 milijonov evrov in s 80,5-odstotnim državnim deležem), NKBM (185 milijonov evrov, 90,4-odstotni državni delež), Telekom (612 milijonov evrov, 62,5-odstotni neposredni državni delež), Nafta Lendava (naftna rafinerija, 22 milijonov evrov, 100-odstotni državni delež), Peko (proizvajalec obutve, 16 milijonov evrov, 82,1-odstotni državni delež), Termoelektrarna Trbovlje (proizvodnja električne energije s premogom, 26

milijonov evrov, 80,3-odstotni državni delež), Termoelektrarna in toplarna Ljubljana (proizvajalec električne energije, ogrevanja, 38 milijonov evrov, 65-odstotni državni delež). Tudi nekatera druga podjetja, ki so v lasti državnih podjetij, so prav tako namenjena za prodajo. Izkupički od te prodaje pa ne bodo tudi prihodki na proračunu. Največje podjetje v tej skupini je proizvajalec aluminija s knjižno vrednostjo 92 milijonov evrov in je v 80-odstotni lasti Eles (sistemski operater prenosnega elektroenergetskega omrežja)« (Mencinger, 2006, str. 29).

2.4 Naložbe s strateško zamudo

Po vstopu v EU leta 2004 so se glede na olajšan dostop do trga EU povečale ambicije slovenskih podjetij, zvišali njihovi donosi, prav tako se je bistveno izboljšal dostop slovenskih bank do tujih virov.

Poglejmo torej povprečno podjetje, ki ima na voljo različne naložbene možnosti. Investira lahko v naložbe, ki povečajo njegovo "osnovno dejavnost" (članstvo v EU je povečalo donose take naložbe), lahko investira v prevzeme podjetij, kjer se ugodne možnosti donosov kažejo predvsem s prevzemi podjetij v nekdanji Jugoslaviji, lahko pa investira v nakup nepremičnin, kjer so potencialni donosi prav tako visoki.

Naložbe so financirane z lastnimi viri (samofinanciranje) in z najemom kredita.²⁴ Celo če si podjetnik izposodi denar, je neto vrednost podjetja pomembna, ker je posojilojemalčeva finančna pozicija ključna za določitev eksternih stroškov financiranja. Večja neto vrednost namreč omogoča zmanjšanje premije za zunanje financiranje, zvišanje cen premoženja nadsorazmerno poveča neto vrednost premoženja, kar spodbudi naložbe in nadalje dvigne cene premoženja.

Ker tako razmišljajo vsa podjetja, pride do oblikovanja premoženjskih balonov. Ko premoženjski baloni počijo, povzročijo agregaten šok, kar lahko sproži propad večjega števila podjetij. Obstoj mehanizma, ki prek finančnega

²⁴ Glej Miller in Stiglitz (2010) in Krisnamurthy (2010). Za zgodnejše modele tako znane bilančne krize glej tudi Minsky (1986), Kiyotaki in Moore (1997).

akceleratorja endogeno množi ter razmnožuje proces akumulacije dolgov podjetij, ki je sprožen prek zunanjih prilivov sredstev v finančne sklade v predkriznem obdobju (pozitivni finančni akcelerator), in obstoj mehanizma, ki je podaljšal krizo prek neoptimalnih politik razdolževanja, ki so povzročile kolektarizacijo, kreditno omejevanje in zanemarjanje uspešnosti denarnih tokov bančnih strank (negativni finančni akcelerator) v Sloveniji, sta dobro dokumentirana.²⁵

Ena od investicijskih možnosti, ki je postala glede na razpravo v prejšnji točki v obravnavanem obdobju še posebno privlačna, je bil nakup lastniških deležev privatiziranih podjetij, s katerimi sta razpolagala oba državna sklada. Koncentracija lastništva v privatiziranih podjetjih je, kot smo videli, potekala skozi celotno obdobje po izvedbi formalne privatizacije, deloma tudi na račun prodaje deležev državnih skladov. Toda ko so investitorji pridobili informacije, da politika spodbuja nakupe deležev (možnost nakupov po nižji ceni) in da so jih banke, zlasti državne, pripravljene financirati (ugodni krediti), se je povečalo zanimanje zanje. To lahko zadeva lastniški(-e) delež(-e) v lastnem podjetju (MBO) ali delež(-e) v drugih podjetjih (prevzemi).

Nakup lastniških deležev državnih skladov si je mogoče zamisliti kot odloženo odločitev investitorja, ki pred nakupom ne želi razkriti zasebnih informacij, želi pa izkoristiti prednosti eksternalij, do katerih pride z zbiranjem informacij iz okolja. O ciljni naložbi se odloča na podlagi vrednotenja več naložbenih možnosti, vendar se za investicijsko izbiro odloči, ko zbere dovolj informacij o tem, kako so se odločili drugi investitorji. Ko meni, da ima na voljo dovolj informacij, ne želi več odlašati z odločitvijo. V našem primeru so informacije o pozitivnih odločitvah drugih investitorjev o nakupu deležev obeh državnih skladov in njihovem financiranju s strani državnih bank prihajale hitro, zato se je množica investitorjev v kratkem času odločila za nakup.²⁶

Podatki v Tabeli 2 prikazujejo število transakcij v posameznih letih, skupni znesek transakcij in srednje vrednosti (povprečja in mediane), ki jih je izvedel

²⁵ Glej Bole in drugi (2012a, 2014).

²⁶ Za formalni model investicij, ki temelji na podlagi razkritja informacij ter strateških zamudah, glej Chamley in Gale (1994).

vsak državni sklad posebej in oba skupaj v obdobju 2004–2012. Podatki razkrivajo naslednje:

1. število transakcij (prodaj) se je bistveno povečalo v letu 2006 (po objavi načrta o pospešenem izhodu države iz lastništva podjetij) in v letu 2007 (pred krizo);
2. izkupiček od prodaje lastniških deležev obeh skladov v privatiziranih podjetjih se je v opazovanih letih povečal, zlasti v letu 2007;
3. glede na predhodna leta so se v obeh skladih v letu 2007 povečale srednje vrednosti prodaj (šlo je torej za večje število prodaj in za prodaje po večjih vrednostih kot prej);
4. v letih 2006 in 2007 je SOD v primerjavi s KAD povečal svoje prodajne aktivnosti;
5. število transakcij in tudi prodajni zneski so se v letih 2008 in 2009 umirili (v teh dveh letih je bilo izvedenih manj transakcij, vendar so imele izvedene transakcije večje vrednosti, kar verjetno kaže na izvedbo poslov, ki so bili dogovorjeni že prej);
6. v letih 2010 in 2011 je prodaja lastniških deležev KAD in SOD tako po številu kot po obsegu transakcij skoraj usahnila;
7. v letih 2013 in 2014 je bilo opravljenih le nekaj prodaj večje vrednosti.

Tabela 2: Prodaje kapitalskih naložb SOD in KAD v letih med 2004 in 2014 brez prodaj SDH (Slovenski državnih holding, d. d.) (prej SOD) in PDP (Posebna družba za podjetniško svetovanje, d. d.) (letni zneski transakcij, število transakcij, povprečna vrednost transakcij in mediana transakcij)

Leto	Letni zneski transakcij			Število transakcij			Povprečna vrednost transakcij		Mediana transakcij	
	SOD	KAD	SKUPAJ	SOD	KAD	SKUPAJ	SOD	KAD	SOD	KAD
2004	1.244.583	58.427.809	59.672.392	6	57	63	207.430	1.025.049	68.176	475.467
2005	67.641.698	114.432.952	182.074.650	31	29	60	2.181.990	3.945.964	144.723	176.278
2006	174.242.211	55.751.318	229.993.529	52	54	106	3.350.812	1.032.432	119.753	98.282
2007	229.464.142	233.834.467	463.298.609	52	48	100	4.412.772	4.871.551	871.692	1.224.937
2008	168.841.711	37.411.822	206.253.534	9	11	20	18.760.190	3.401.075	220.091	99.831
2009	112.260.524	2.253.462	114.513.986	6	5	11	18.710.087	450.692	7.627	430.154
2010	210.704	551.033	761.737	4	2	6	52.676	275.516	32.897	275.516
2011	238.787	1.165	239.952	5	3	8	47.765	388	516	157
2012	51.553.447	16.527.509	68.080.956	5	4	9	10.310.689	4.131.877	36.151	1.877.290
2013	58.546.921	-	58.546.921	2	-	2	29.273.460	-	29.273.460	-
2014	159.603.975	17.607.412	177.211.387	6	2	8	26.600.663	8.803.706	10.726.148	8.803.706

Vir: Statistika SOD in KAD.

Opomba: V podatke so zajete vse transakcije, ki sta jih v letih med 2004 in 2014 opravila SOD in KAD, razen prodaj SDH in prej SOD ter PDP, saj gre v tem primeru le za prodajo drugi državni instituciji. Prav tako so združene transakcije, kjer je bila naložba v enem letu večkrat prodana istemu kupcu. Pri SOD so v analizo v letih 2013 in 2014 vključeni podatki o prodaji naložb Republike Slovenije, niso pa vključeni podatki o stečajih, likvidacijah in menjavah, ki jih je opravil SOD.

3 GLOBALNA KRIZA IN PRIVATIZACIJA DRŽAVNE LASTNINE V SLOVENIJI

3.1 Šokirani zaradi krize: pomanjkanje makroprudencijske regulacije

Ko se je pojavila svetovna kriza, so bili endogeni procesi ustvarjanja premoženjskih balonov v Sloveniji zaradi zunanjih šokov prekinjeni.²⁷ Negotovost na mednarodnih finančnih trgih je sprožila kreditni krč na veleprodajnem trgu posojilnih sredstev, zato so bile slovenske banke sposobne le delno refinancirati tuja posojila, kar je vodilo do zmanjšanja ponudbe kreditov na domačem maloprodajnem kreditnem trgu. Že v letu 2009 je slovenska vlada ublažila likvidnostni pritisk bank (kreditni krč na veleprodajnem trgu posojilnih sredstev) z uvedbo garancij, ki so bankam omogočile dostop do tujih trgov. Posredovanje ECB je še dodatno ublažilo likvidnostni pritisk bank.

Lajšanje kreditnega krča na veleprodajnih trgih posojil ni nevtraliziralo kreditnega krča na maloprodajnem trgu, kjer je več dejavnikov podaljšalo obdobje kreditnega krča. Najprej je drastičen upad povpraševanja na tujih in domačih trgih povečal negotovost glede prihodnje gospodarske rasti, kar je znižalo informacijski kapital bankam (njihova sposobnost ocenjevanja prihodnje kreditne sposobnosti svojih strank). Da bi izravnale zmanjšanje informacijskega kapitala, so začele banke zviševati potrebno pokritost kreditov z zavarovanji, prav tako pa so zamenjale svojo politiko vrednotenja kreditov s pristopa "mark-to-market" na pristop "mark-to-risk". Banke pa niso povečale le potrebnih zavarovanj, ampak so začele bolj omejevati tudi kredite, kar ni ustavilo le novega kreditiranja, temveč je občutno zmanjšalo tudi avtomatsko podaljševanje kreditiranja. Hud kreditni krč in nenadno zmanjšanje povpraševanja sta prizadela predvsem sektorje z daljšimi proizvodnimi procesi, najbolj gradbeništvo.

²⁷ V obdobju 2004–2008 so se slovenska podjetja pri bankah dodatno zadolžila za okrog 13 milijard evrov. Približno 60 % je bilo namenjeno financiranju naložb v "osnovno dejavnost", preostalih 40 % pa se je razdelilo na 1/3 za financiranje nakupov lastniških deležev v domača podjetja, 1/3 za financiranje nakupov lastniških deležev podjetij v tujini (zlasti v državah jugovzhodne Evrope) in 1/3 za financiranje nakupov nepremičnin (Bole, Prašnikar in Trobec, 2012a).

Zasičenost na nepremičninskem trgu, ki sta jo povzročila strmoglavljenje vrednosti zavarovanj (kolateral) in propad gradbenega sektorja, je imela znaten negativen učinek na nepremičninski in delniški trg. To je še dodatno zmanjšalo obseg (vrednost) zavarovanj (kolateral) podjetjem in povečalo kreditni krč.

Nazadnje so na procese povečevanja kreditnih zavarovanj, omejevanje kreditiranja, kot tudi na pospešeno razdolževanje podjetij vplivali ukrepi bančnega regulatorja. Po prvem četrtletju leta 2010 je centralna banka začela pospešeno uvajati strožje kapitalske zahteve (Basel III). To je storila s 1) spremembo (povečanjem) minimalnih količnikov kapitalske ustreznosti v zelo kratkem obdobju nekaj mesecev; 2) z vztrajanjem pri metodi "mark-to-market" za vrednotenje bančnih sredstev, čeprav transakcij na kapitalskih trgih za večino podjetij po zlomu delniškega trga (na manj kot eno tretjino predkrizne vrednosti) skorajda ni bilo; 3) s povečevanjem vnaprejšnjih kapitalskih zahtev (mejne kapitalske zahteve) za nova posojila in 4) s povečevanjem kapitalskih zahtev za t. i. drugi steber naložb. Vse te zahteve so prišle na vrh že tako strogih nacionalnih standardov nadzora (Prašnikar in drugi, 2014).

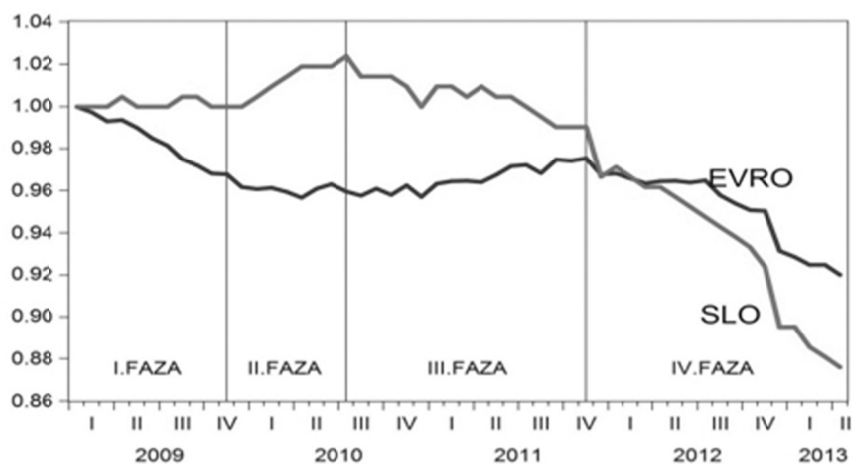
Ker je bila bančna dokapitalizacija počasna, banke niso mogle pravočasno izpolniti bančnih regulativnih zahtev, zato so najprej začele s prestrukturiranjem svojega portfelja sredstev v korist naložb v državne vrednostne papirje in v korist strank z več razpoložljivega zavarovanja, ker te naložbe "porabijo" manj kapitala. Nato so začele preprosto stiskati bilance s prodajo premoženja in z rezanjem kreditov. Poleg tega je t. i. Lahovnikov zakon (2009)²⁸ državnim bankam onemogočil nadaljnje kreditiranje "tajkunskih" podjetij. Ker podjetja niso mogla vrniti kreditov, so banke zasegle njihove delnice, ki so jim bile dane v zavarovanje, ko so podjetja najela kredit.

Bole in drugi (2014) s svojimi empiričnimi rezultati kažejo, da so napačen čas izbire ukrepov, izbira zaporedja ukrepov in kalibriranje razdolževanja podjetij v Sloveniji povzročili visoke oportunitetne stroške v času hitre rasti pred krizo in po njenem izbruhu (2007–2012). Prociklične intervencije bančnega regulatorja

²⁸ Dejansko to ni bil zakon, ampak poziv bankam, ki je močno zamajal slovenski finančni sistem. Nekatera velika slovenska podjetja so namreč lahko servisirala kredite, niso pa jih mogla odplačati.

in odzivi bank so povzročili podaljšanje kreditnega krča in spiralno zmanjšanje finančnega posredovanja. Rezanje bančnih kreditov, neodvisno od uspešnosti poslovanja družb v prvih letih po izbruhu krize, je močno povečalo število podjetij z negativnim denarnim tokom in podjetij v stečaju v naslednjih letih. Prav tako so podjetja povečala število prisilnih (medpodjetniških) kreditov, predvsem v storitvenem in gradbenem sektorju (zaradi nizkih stopenj zavarovanj), kar je razširilo nelikvidnost po celotnem gospodarstvu. Raziskava trdi, da bi omejevanje razdolževanja v prvem letu po izbruhu krize zmanjšalo medpodjetniško nelikvidnost za skoraj 40 %. Alternativa rezanju bančnih kreditov (neodvisno od velikosti dolga do dobaviteljev in denarnega toka podjetij) bi bila, da bi banke nadaljevale s kreditiranjem. To bi znižalo medpodjetniško kreditiranje v podjetjih, ki "ustrezno poslujejo", na primer imajo pozitiven denarni tok.

Slika 2: Gibanje kreditov v Sloveniji v primerjavi z evroobmočjem v obdobju 2009–2013



Vir: V. Bole, J. Mencinger, F. Štiblar in R. Volčjak, *Stroški dela gotovo ne zmanjšujejo konkurenčnosti Slovenije*, 2014.

V odsotnosti takih ukrepov nam Slika 2 prikazuje gibanje kreditov v Sloveniji v primerjavi z evroobmočjem. Kreditni krč na veleprodajnih trgih in padec

povpraševanja sta povzročila padec kreditov na maloprodajnem trgu (prva faza). Uveljavljanje državne garancijske sheme je zaustavilo kreditni krč že v tretjem kvartalu leta 2009. Krediti in gospodarska aktivnost so začeli rasti, povečala se je likvidnost gospodarstva. Po juniju 2010 je Banka Slovenije v dveh mesecih drastično povečala kapitalske zahteve, kar je privedlo do zmanjšanja kreditov (tretja faza). V drugi polovici 2011 je zaradi padca pokojninske in zdravstvene reforme (referendum) in povečane negotovosti na trgu obveznic ter zaradi povečanja zahtev evropskega bančnega regulatorja (EBA) prišlo do nadaljnjega hitrega padanja kreditov.

Trenutno se soočamo s situacijo, ko so podjetja pričela akumulirati denarni tok. Do tega je prišlo zaradi različnih razlogov. Prvič zaradi prej opisanih politik bank in bančnih regulatorjev (makroprudencijska regulacija) in drugič, podjetja se razdolžujejo brez podpore ali z zelo majhno podporo bank. V takšnem primeru podjetja, ki nimajo resnih likvidnostnih težav, prekinejo vezi s slovenskimi bankami in začnejo shranjevati denar oziroma se začnejo obračati na tuje banke. Tretjič, bankirji pravijo, da ni dobrih projektov, ki bi jih lahko financirali, ob tem pa pozabijo omeniti visoke obrestne mere in druge (kreditno omejevanje) zahteve, ki omejujejo kreditno razpoložljivost. Tako bančni sektor efektivno spreminja svojo vlogo iz "obvladovalca tveganja" v "izogibalca tveganja", zato se banke osredotočajo na naložbe brez tveganja oziroma z zelo malo tveganja, kar se odraža v padajoči pričakovani mejni učinkovitosti naložb (MEI) in izginjanju informacijskega kapitala v bankah zaradi diskontinuitete v odnosu s strankami. Četrto, nekateri sektorji (storitve, MSP) so bili popolnoma odrezani od bančnega sektorja zaradi omejene količine razpoložljivih zavarovanj (kolaterala). In kot zadnje, banke postajajo vedno bolj administrativno zapletene, s preveč ravnmi odločanja, kar vodi do odločitev, skladnih z odločanjem po načelu izbire "najslabšega scenarija" (angl. *the worst scenario decisions*).

V časih, ko bi se morali posojilodajalci aktivno vključiti v podjetja in vzpostaviti krizni management ter jih poskušati prestrukturirati z zamenjavo dolga v delnice (in hkrati izbrisati trenutne delničarje), kar je bilo predlagano že v letu 2011 (Bole in drugi, 2011),²⁹ so banke uporabile obrambno strategijo, tako da so iz

²⁹ Miller in Stiglitz (2010) sta predlagala tako imenovani pristop »super« Poglavlje 11, ki bi zamenjal postopke od primera do primera, kar se običajno uporablja v stečajnem pravu, s

podjetij črpale denar prek visokih obrestnih mer. S tem so prispevale k odlogu njihovega prestrukturiranja ter pomiku proti stečaju. Banke so prav tako pasivno čakale na rešitev, ki se je obetala v vladnem krogu, o vzpostavitvi slabe banke (DUTB). To je v principu uničilo veliko znanja (prisotnega v podjetjih s še vedno "živim" dolgom, prenesenim na slabo banko), saj je potrebna kar nekaj časa, preden DUTB lahko postane operativna (da pridobi ustrezne informacije), poleg tega pa je še dodatno omejena z manevrskim prostorom in z likvidnostno podporo, ki ju ima na voljo. Treba je poudariti, da so vse slabosti in pomanjkljivosti različice slabe banke, zadolžene za prestrukturiranje bank, že znane in da so bile na podlagi izkušenj tujih držav (na primer Irske)³⁰ znane tudi že ob uvedbi formalne procedure po vzpostavitvi slabe banke. Večina trenutnih težav v povezavi z DUTB (počasen prenos slabih posojil na DUTB, previsoka dokapitalizacija poslovnih bank, neustrezni instrumenti, ki jih ima DUTB na voljo, nezadostni viri DUTB, da bi lahko prevzela glavno vlogo v sindikatih posojilodajalcev med aktivnim prestrukturiranjem podjetij, itd.) tako ni nepričakovana, vendar so nekatere težave popolnoma nepotrebne in fiskalno izjemno drage. Ker restriktivna zakonodaja EU o državni pomoči omejuje slabo banko, da bi spremenila terjatve do podjetij s pozitivnim denarnim tokom v trajni kapital (angl. *equity*), sta za takšne zahteve možni dve opciji (obe slabi): ali bi bili potrebni dvakrat tolikšni fiskalni izdatki, da bi podjetje ohranili pred stečajem, ali pa bi bilo znanje, ki ga vsebujejo delujoča podjetja, po nepotrebem v celoti uničeno.

3.2 Zakonodajne in organizacijske spremembe pri upravljanju državnega premoženja Slovenije

Ko se ne ve, kaj storiti, se pogosto uporabijo organizacijske spremembe. Po drugi strani je res, da je bilo upravljanje z državnim premoženjem vse prej kot učinkovito. Ponekod so v vlogi upravitelja državnega premoženja nastopali kar

postopkom na makro ravni. Tako bi ponotranjili eksternalije, ki bi nastale v primeru prodaje premoženja, in minimizirali uničenje znanja v delujočih podjetjih, ki bi šla v prestrukturiranje. Prestrukturiranje kapitala in nabava sredstev sta obravnavana v tej luči. Prestrukturiranje kapitala s pristopom »super« Poglavlje 11 je sestavljeno iz treh glavnih ukrepov (debt-equity swap, dokapitalizacija in odpisi dolgov).

³⁰ Kot primer Landier in Ueda (2009).

Vlada RS, deloma posamezna ministrstva, KAD in SOD, D.S.U. (Družba za svetovanje in upravljanje, d. o. o.), ki je bila ustanovljena, da bi upravljala s premoženjem nekdanje Razvojne družbe v likvidaciji, pa še kdo. Obdobje po krizi zato označujejo zakonske in organizacijske spremembe v upravljanju z državnim premoženjem, ki jih lahko povzamemo takole:

- Kapitalska družba, d. d., ki je bila 1996 ustanovljena, da bi ustvarjala dodatna sredstva za pokojninsko in invalidsko zavarovanje, je v vmesnem času poleg upravljanja lastniških deležev, ki jih je pridobila s privatizacijo podjetij, razvila še vrsto drugih storitev (Prvi pokojninski sklad RS, Kritni sklad PPS, Zaprti vzajemni pokojninski sklad za javne uslužbence ...). Slovenska odškodninska družba, ki je nastala s statusno spremembo v letu 2000, je ohranila temeljno nalogo, ki je bila dana Slovenskemu odškodninskemu skladu, da skrbi za poravnavo obveznosti upravičencem zaradi odvzetega premoženja v preteklosti. Da bi lažje upravljali nekatera podjetja, kjer sta imeli družbi večinski ali pa pomemben lastninski delež, podjetja pa so bila zaradi vpliva krize ali pa zaradi dalj časa slabega korporativnega upravljanja v težavah in so zato večinoma zahtevala krizno vodenje, sta 18. 5. 2009 ustanovili PDP, d. d. (Posebna družba za upravljanje, d. d.). Na PDP sta prenesli lastniške deleže desetih podjetij. Delež KAD v lastništvu PDP je 66,04 % in delež SOD 33,96 %.
- 20. 10. 2010 je bila na zahtevo OECD, da mora država lastniške deleže v gospodarstvu upravljati centralizirano, pregledno in predvsem politično neodvisno od izvršilne veje oblasti, političnih strank in različnih interesnih skupin, ustanovljena Agencija za upravljanje kapitalskih naložb (AUKN).
- 3. 10. 2011 je KAD ustanovil hčerinsko družbo Modra zavarovalnica, ki je bila ustanovljena z izčlenitvijo 152,2 milijona evrov premoženja. Nanjo je KAD prenesel upravljanje večine skladov (Zaprti vzajemni pokojninski sklad, Kapitalski vzajemni pokojninski sklad, Prvi pokojninski sklad, Kritni sklad Prvega pokojninskega sklada). Skladno z zakonom o preoblikovanju KAD in SOD (23. 10. 2010) sta se obe

družbi preoblikovali v portfeljskega vlagatelja, ki ima prepoved nalagati v poslovne deleže podjetij z omejeno odgovornostjo. KAD, d. d., je s tem postal mešani zavarovalni holding, dobil pa je tudi obveznost, da mora letno zagotoviti 50 milijonov evrov za pokojninsko blagajno pri Zavodu za pokojninsko in invalidsko zavarovanje (ZPIZ).

- Z uveljavitvijo zakona o Slovenskem državnem holdingu (SDH) (28. 11. 2012) je bilo upravljanje kapitalskih naložb, katerih lastnica je Republika Slovenija, preneseno na SOD, d. d., AUKN pa so s tem ukinili. SOD je kapitalске naložbe države upravljал do 26. 4. 2014, ko je bil po določilih zakona ustanovljen SDH. Ta je prevzel pravice edinega delničarja KAD, d. d., PDP se pripoji SDH, ko SDH poskrbi za odplačan prenos deleža KAD, d. d., v PDP. KAD se mora najkasneje do 31. 12. 2015 preoblikovati v neodvisni demografski rezervni sklad. SDH je pristojen za upravljanje kapitalskih naložb v lasti Republike Slovenije, kapitalskih naložb v lasti SDH, in pod zakonskimi pogoji tiste, ki so v lasti Kapitalске družbe, d. d., kapitalске naložbe SPIZ v zavarovalnici Triglav, d. d., in kapitalске naložbe v lasti D.S.U. Edini delničar SDH je Republika Slovenija. Naloge in pristojnosti skupščine SDH izvaja Vlada RS. Nadzorni svet ima pet članov, ki jih na predlog Vlade RS imenuje Državni zbor RS. Uprava SDH je tričlanska, predsednika in njena člana imenuje nadzorni svet SDH. Ekonomsko-socialni strokovni odbor je sedemčlansko posvetovalno telo uprave SDH. Člane imenujejo sindikalne zveze oziroma konfederacije, reprezentativne na državni ravni, ki so članice Ekonomsko-socialnega sveta, potrdi pa jih uprava SDH.

3.3 Kako nadaljevati?

Minskyjeva (1986) hipoteza o finančni nestabilnosti (angl. *financial instability hypothesis, FIH*) je primerna osnova za razlago nastanka premoženjskih balonov v Sloveniji. Val priliva tujega kapitala (ki je potekal z medbančnim zadolževanjem) je sprožil presežni optimizem agentov, investicijsko evforijo, ki jo je bilo mogoče zadovoljiti z zadolževanjem v bankah. Minskyjev "displacement" (angl. *game changer*, sprememba pravil igre) se je zgodil z

zmanjšanjem premije za deželno tveganje in z odločitvijo za masovno prodajo deležev KAD in SOD. Nefinančna podjetja so povečala naložbe v "osnovno dejavnost", nakupe delnic, ki so napihovali delniške balone (nakupi lastniških deležev doma in nakupi delnic podjetij v JVE), in nakupe nepremičnin, ki so vodili do nepremičninskih premoženjskih balonov. Investicijsko manj³¹ v Sloveniji je zaustavila globalna finančna kriza. Z nenadno ustavitvijo zunanjih finančnih tokov so se razmere na posojilnih trgih poostrele in banke so postale vse manj naklonjene posojanju. Pojavil se je nasprotni proces v obliki zmanjšane optimizma investitorjev (angl. *revulsion*), ki je špekulativne investitorje spremenil v Ponzi investitorje in običajne (angl. *hedge*) investitorje v špekulativne investitorje. Iz tega se je rodila nelikvidnost.³² Še več, kriza v Sloveniji je bila dodatno obremenjena s pomanjkanjem primerne časovnega okvira (angl. *time trajectory*) sprejetih ukrepov, pravnega zaporedja ukrepov razdolževanja različnih vrst dolga in primerne kalibracije ukrepov (Bole, Prašnikar in Trobec, 2014).

Po šestih letih krize je mogoče oblikovati nekaj za našo razpravo pomembnih ugotovitev.

1. Slovenija v letu 2013 še ni dosegla velikosti BDP iz leta 2008. V obdobju 2008–2014 je izgubila okrog 30 % BDP (izraženega v BDP iz leta 2008), ki bi ga imela, če bi v vsakem letu dosegla raven BDP iz leta 2008. To je ena največjih izgub BDP med državami EU.
2. Podjetja, katerih lastniške deleže sta SOD in KAD prodala v obdobju 2004–2008,³³ so spadala v naslednje dejavnosti: industrija (SOD 44 %, KAD 40 %); storitve (SOD 42 %, KAD 41 %); gradbeništvo (SOD 7 %, KAD 13 %); finančni holding (SOD 2 %, KAD 5 %); ostalo (SOD 5 %, KAD 2 %). Več kot 40 % prodaj sta KAD in SOD izvedla usklajeno. SOD je imel 6 % vseh transakcij s tujci, KAD pa 4 %. Na dan 19. 1.

³¹ Kindleberger, Aliber (2005).

³² V Minskyjevem finančnem ciklu se podjetniki iz robustnih finančnih pozicij z minimalnim obstoječim dolgom in z majhno zadolženostjo v normalnih časih (*hedge finance*) pomaknejo proti "špekulativnim investitorjem", ki ustvarjajo dovolj prihodka za pokritje plačil obresti, in potem "Ponzi" investitorji, ki pa si morajo izposojati, da lahko plačajo obresti.

³³ Interna statistika SOD in KAD.

2015 je okoli 15 % podjetij, katerih deleže sta prodala SOD in KAD v navedenem obdobju, v večinski lasti tujih lastnikov. V nadaljnjih 10 % podjetij so tuji lastniki manjšinski lastniki. Več kot 20 % podjetij, katerih lastniški deleži so bili predmet prodaje, so v stečaju oziroma v procesu likvidacije. Precej podjetij (več kot 29 %) je že izbrisanih iz registra podjetij.

3. Za managerske odkupe velikih podjetij (skupine povezanih podjetij: Pivovarna Laško, Perutnina Ptuj, Sava Kranj, Merkur ...) so se uporabljali SPV (angl. *special purpose vehicle*) (včasih tudi v obliki poštnih nabiralnikov), ki so nakupe lastniških deležev financirali z bančnimi krediti, najem kredita pa je bil običajno zavarovan z delnicami kupljenega podjetja. Da bi se izognili prevzemni zakonodaji, so prevzemniki lastniške deleže parkirali pri povezanih podjetjih. Ko je bila uveljavljena "protitajkunska" klavzula in zlasti državne banke niso hotele obnoviti (angl. *revolving*) danih kreditov, so banke zasegle lastniške deleže (ki so bili dani v zastavo), saj SPV niso bili sposobni vrniti kreditov.
4. Finančni holdingi, ki so nastali s preoblikovanjem dejavnosti privatiziranih podjetij in bili tudi sami še predmet managerskih odkupov (Istrabenz,³⁴ Sava ...), so denar za svojo dejavnost praviloma pridobili z zadolževanjem pri večjem številu bank. Zanje velja podobna ugotovitev kot za skupino podjetij v točki 3.
5. Finančni holdingi, ki so se oblikovali s preoblikovanjem privatizacijskih skladov, PID (Zvon 1, Zvon 2, NFD ...), so se za financiranje investicij v nakup lastniških deležev podjetij in v nakup nepremičnin (zlasti v gradbeništvu) prav tako zadolžili pri bankah. Po poku premoženjskih

³⁴ Istrabenz, d. d., se je z dezinvestiranjem svoje divizije naftnih proizvodov (prodaja OMV) širil zlasti v živilsko industrijo (nakup Droge, Kolinske) in hotelirstvo (nakup Hotelov Palace, Postojnske jame, gradnja Hotelov Kempinski Portorož). Pomembna naložba Istrabenza v letih 2007 in 2008 je bil nakup skoraj 25 % delnic Petrola na delniškem trgu. Ker je management Petrola, d. d., to naložbo pojmoval za sovražni prevzem, je kot povračilni ukrep od SOD in KAD odkupil njun delež v Istrabenzu in objavil prevzemno pogodbo. Globalna kriza in padec vrednosti na borzah sta obe podjetji pahnila v velike težave.

balonov jih je večinoma doletela enaka usoda kot podjetja iz skupin 3 in 4. To velja tudi za nekatere finančne holdinge, ki so nastali na novo (angl. *de novo*) s pomočjo bank ali brez njihove pomoči.

6. Državne banke (NLB, NKMB) so bile najbolj angažirane v kreditiranju podjetij (tudi pri zagotavljanju financiranja prevzemov in nepremičnin). To prav tako velja za večino srednjih in manjših bank, vključno z bankami v tuji lasti. Le SKB, ki je v lasti Societe Generale, je iz te situacije izšla dokaj nedotaknjena. Po dolgotrajni razpravi, ali je treba dokapitalizirati ključne banke ali ne, in po neuspešno izvedenih ukrepih, ki naj bi omogočili avtonomno reševanje nasedlih naložb bank (garancijska shema v letu 2009 je bila izvedena prepozno in je vključevala tudi podjetja z bonitetama C in D), je leta 2012 sprejeta in naslednje leto uveljavljena zamisel "slabe" banke, postala v letu 2014 operativna. O problemih slabe banke smo pisali v točki 3.1.
7. Intenzivna politika razdolževanja podjetij v Sloveniji je na drugi strani pripeljala do zmanjšanja zadolžitve slovenskih podjetij. Dolg podjetij (posojila in dolžniški papirji) na bruto poslovni višek (EBITDA) je za mediano podjetje s 5,3-kratnika v letu 2010 (EU = 3,8) padel na 3,5-kratnik v prvi polovici 2014 (EU = 3,9), (Bole, 2014). Očitno je propulzivnemu delu gospodarstva (zlasti mednarodnim slovenskim podjetjem) uspelo zmanjšati presežno odvisnost od bančnih virov financiranja. To sedaj postaja problem zlasti za slovenske banke. Če se zadolžijo, se namreč ta podjetja zadolžijo v tujini. Podjetja ne zaupajo več bankam, ki so jih zapustile v težkih razmerah,³⁵ raje akumulirajo denarni tok ter prelagajo odločitve o investicijah in povečanju plač v prihodnost.

Kje so torej ključni razlogi za neuspeh programa "transparentnega izhoda države iz lastništva podjetij" iz leta 2005? Odsotnost ustrezne makroprudencijske regulacije v obeh fazah Minskyjevega cikla (sprememba pravil igre /angl.

³⁵ Podoben učinek je znan iz obnašanja podjetij in bank v času japonske krize pred petnajstimi leti, njegove posledice pa je mogoče zaslediti še sedaj (Caballero, Hoshi in Kashyap, 2008).

displacement/, nenaden obrat /angl. *revulsion/*) je očitna v slovenskem primeru in je prav gotovo eden od ključnih razlogov za nastalo situacijo.

Kot drugi razlog pa je treba poudariti nepreglednost delovanja države pri privatizaciji podjetij. Na državo je v zvezi s tem mogoče nasloviti vrsto očitkov v celotnem obdobju privatizacije. Nekatere smo omenili že v prejšnjih točkah, v nadaljevanju pa bomo zato prikazali štiri vidne primere privatizacije, v katerih je sodelovala država in predstavljajo srž problemov, ki jih obravnavamo: 1) NLB, d. d.; 2) NKMB, d. d.; 3) Mercator, d. d., in 4) Aerodrom Ljubljana, d. d.

Najprej še enkrat nekaj misli o privatizaciji obeh največjih slovenskih bank. Kot smo prikazali v poglavju 2.2, je bila težnja po njuni privatizaciji prisotna skozi daljše obdobje. Če ocenjujemo z današnjega vidika, lahko njuno privatizacijo ocenimo kot katastrofo. Na primer, namesto da bi leta 2005 KBC dopustili prevzeti NLB, so bili leta 2014, potem ko je KBC izstopila iz lastništva banke, celotno breme njene dokapitalizacije prisiljeni nositi slovenski davkoplačevalci.

V NKMB je bila izvedena zgolj prva faza privatizacije, a se je tudi tukaj začetni model menjal in so na koncu v njej sodelovali predvsem razpršeni individualni lastniki slovenskega porekla. Omeniti velja, da je država še leta 2009 preprečila dokapitalizacijo banke s prodajo delnic na Varšavski borzi in je v to "prisilila" javna podjetja. Z dokapitalizacijo, ki jo je nato izvedla država, so vsi lastniki izgubili svoje premoženje v NKMB. Oba primera bomo uvrstili na en pol razprave o privatizaciji, ki ga označuje ekstremno ščitenje t. i. slovenskega nacionalnega interesa.

Prodajo podjetij Mercator, d. d., in Aerodrom Ljubljana, d. d., bomo uvrstili na drugi pol, ki ga zastopajo ekstremni predstavniki privatizacije. Mercator, d. d., je mrežno podjetje s pomembnimi razsežnostnimi (angl. *spillover*) učinki. Nanj je vezana široka mreža slovenskih dobaviteljev. Njegova prodaja je že na začetku, ko so bili prodani lastniški deleži obeh državnih skladov, potekala netransparentno. Obema podjetjema (Pivovarna Laško, Istrabenz, d. d.), ki sta s političnim kupčkanjem prišli do nakupa deležev, so banke zasegle delnice podjetja Mercator, ker nista poravnali dolgov, ki so bili zavarovani s temi delnicami. V nadaljevanju prodaje podjetja Mercator, d. d., konzorcij

prodajalcev, ki ga je vodila državna NLB, ni natančno ovrednotil alternativnih ponudb, ampak je že v prvem krogu dal prednost kupcu, ki je bil Mercatorjev konkurent. Poleg tega ta kupec poseduje vrsto kmetijsko-predelovalnih obratov, ki niso locirani v Sloveniji. Nadalje, njegov finančni položaj je bil slab že pred nakupom Mercatorja, z njegovim nakupom pa se je še poslabšal. Finančne industrije, ki je odločala o prodaji deležev Mercatorja, opozorila o narodnogospodarski škodi, ki bo nastala s prodajo, niso prepričala (Bole, Prašnikar in Trobec, 2012b). Kot kaže, se napovedi negativnih posledic prodaje že uresničujejo. Odsotnost ustrezne makroprudencijske regulacije se je tudi v tem primeru pokazala kot usodna

Aerodrom Ljubljana, d. d., je osrednje letališče v Sloveniji, zato ga lahko uvrstimo med podjetja, ki imajo naravni monopol. Pomenljivo je, da se Republika Češka, čeprav je privatizirala večino svojih podjetij, ni odločila za privatizacijo praškega aerodroma. V ozadju te odločitve je bojazen, da bo zasebno podjetje izkoristilo prednosti naravnega monopola in bo s povišanjem cen pridobilo del presežka, ki bi sicer moral pripadati potrošniku. Dvomimo, da so državne ustanove v Sloveniji, preden je prišlo do odločitve o prodaji letališča, naredile izračun povečanja mrtve izgube, ki bo nastala s privatizacijo. Še huje, država, čeprav so imela državna podjetja v aerodromu večinski lastniški delež, o prodaji zaradi odvzema glasovalnih pravic sploh ni odločala. Drugi prodajalci (finančne ustanove) so k odločitvi o prodaji aerodroma pristopili izključno glede na lastne interese.

Iz prikazanih primerov je mogoče izpeljati dva sklepa. 1) Privatizacija podjetij z mrežnimi povezavami (in močnimi "spillover" učinki) in privatizacija podjetij, ki imajo značilnosti naravnih monopolov, ne sme biti prepuščena odločitvam zasebnih agentov. Zasebne koristi tukaj niso enake družbenim koristim. 2) Brez transparentnosti procesov privatizacije ne more biti uspešnega razvoja, zato mora biti ta pod posebnim družbenim nadzorom. Poglejmo si izkušnje z delovanjem norveškega sklada GPF na tem področju. Ustanovljen je bil leta 1990 z dvema ciljema: 1) sklad bo dolgoročni posrednik, ki naj omogoči ohranitev prihodkov od nafte z diverzifikacijo naložb v mednarodne vrednostne papirje; 2) pri tem se je treba zavarovati pred nevarnostjo t. i. "Dutch disease" (Chambers in drugi, 2013). Do te strategije je prišlo izkustveno. Parlament se je

zaradi možnosti incestnega delovanja, če bi sredstva nalagali v domača podjetja, odločil za v celoti mednarodno strukturo porfelja. Na Norveškem je potekala razprava, ali naj bo javnost izključena iz pregleda dejavnosti investicijskih upravljavcev, ali naj torej preverja samo končne rezultate ali tudi investicijske strategije in njihovo izvajanje. Zanimiva je argumentacija, zakaj je vključenost prebivalstva v delovanje Sklada (transparentnost) potrebna, saj bi po nasprotnem mnenju Sklad lahko deloval učinkoviteje, če ne bi deloval tako javno. Zato "ker je to zahteva norveških ljudi" (Chambers in drugi, 2012, str. 79). Sklad je eden največjih in najuspešnejših državnih naložbenih skladov na svetu.

Dodajmo k temu še eno zahtevo. Če je mreženje v nadzornih svetih slovenskih podjetij velik problem, ni nujno, da mu lahko ubežimo tako, da podjetja prodamo tujcem. Diverzifikacija je pomemben koncept, ki ga poznamo ekonomisti, ko govorimo o zmanjšanju tveganj. To velja tudi, ko gre za geografsko diverzifikacijo kupcev državnih podjetij.

Razlogi za nadaljnjo privatizacijo državne lastnine v Sloveniji niso samo v slabem upravljanju teh podjetij. Tudi druge države imajo državna podjetja, pa marsikatera na tem področju nima tako velikih problemov kot Slovenija. Nekaj bi lahko naredili že, če bi vsaj deloma odpravili incestna razmerja v upravljanju državnih podjetij (Domadenik, Prašnikar in Svejnar, 2015). Pa to verjetno ne bi bilo dovolj. Čeprav so v državni lasti, podjetja za razvoj potrebujejo naložbe. Prevladujoči način financiranja naložb v Sloveniji doslej je bilo financiranje prek bančnih kreditov, zanj pa je mogoče reči, da je naletel na precejšnje težave.³⁶ Še zlasti v slovenskih razmerah bo potrebno nekaj časa, da bodo agenti sprejeli, da z bančnimi krediti ni mogoče v celoti financirati naložbenih ambicij

³⁶ To ni samo problem v Sloveniji. Čeprav korporacije (družbe z omejeno odgovornostjo) omogočajo primeren način zbiranja kapitala v negotovem okolju, lahko ustvarijo negativno eksternalijo, če se v težnji po ustvarjanju dobička prezadolžijo na kreditnem trgu. S tem prenesejo preveč tveganja na upnike in v končni stopnji celo na davkoplachevalce. To je rezultat dejstva, da nekateri trgi ne obstajajo (angl. *missing markets*). Pretežno bančno kreditiranje bi lahko nadomestili t. i. vrednostni papirji Arrowa (angl. *Arrow securities*), ki omogočajo porazdelitev tveganja tako, da v dobrih časih lastniku vrednostnega papirja omogočajo pridobiti dohodek, v slabih časih pa ne.

posameznikov ali družbenih skupin.³⁷ Če bi bila državna podjetja učinkovitejša kot njihovi zasebni dvojčki, bi lahko bil vir za njihove naložbe tudi notranja akumulacija. Vendar pa tega od večine državnih podjetij glede na način, kakor poslujejo v Sloveniji danes, ni pričakovati. Tudi proračun Republike Slovenije v prihodnjem obdobju ne bo mogel z dodatnim zadolževanjem skrbeti za zagotavljanje finančnih sredstev državnim podjetjem. Kako naj torej državna podjetja v Sloveniji pridobijo sredstva za svoj razvoj?

Ali naj bo nadaljnja privatizacija državnih podjetij hitra ali naj poteka počasi? V odgovoru na to vprašanje se vračamo na začetek naše razprave. V javnosti se kot primer uspešne privatizacije ponuja primer Vzhodne Nemčije. Nemški sklad Treuhand je imel dva cilja. Prvi cilj je bil v najkrajšem možnem času privatizirati podjetja na svoje stroške, da bi lahko potem ta podjetja tekmovala in preživela po privatizaciji. Drugi cilj pa je bila zahteva, ki je bila največkrat posredovana kupcu, in sicer, da mora slednji pripraviti plan nadaljnjega poslovanja podjetja ter hkrati predložiti, kako bo ohranil trenutno število zaposlenih ter kakšni so cilji za v prihodnje. V letih med 1990 in koncem leta 1995, ko so se privatizacijske aktivnosti pričele, je Treuhand razpolagal s 13.000 državnimi podjetji (Brada, 1996), vendar pa so bili stroški privatizacije precejšnji. Med svojim obstojem je Treuhand od prodaje podjetij pridobil 50 milijard USD, porabil pa kar 243 milijard USD. Še več, ekonomska situacija v vzhodnem delu Nemčije danes ni pretirano dobra.

Tudi Madžarska je prodala večino državnih podjetij v kratkem času. Kritiki omenjajo, da prepoceni. Hkrati pa opazamo, da madžarska država nekatera podjetja kupuje nazaj. Poljska ima se vedno precej državnih podjetij in prodaja jih zaporedoma³⁸ (več jih proda, ko ima večje proračunske težave). Omenili smo tudi, da je Republika Češka s hitro privatizacijo ustvarila premoženjske balone, ki so jo ob koncu 90. let prejšnjega stoletja potisnili v finančno krizo.

³⁷ Rimske Terme so eden od zadnjih primerov zgrešenosti takšnega pojmovanja. Podjetje je bilo skoraj v celoti zgrajeno s krediti. Ker ni zmoglo plačevati kreditov, je končalo v stečajju, iz stečajne mase pa ga je po znatno nižji ceni kupil zasebni lastnik.

³⁸ Hagenmejer, Tyrowicz in Svejnar, 2014.

Slovenske izkušnje s finančno krizo, h kateri je precej prispevalo avtonomno dogajanje na slovenskih finančnih trgih prav v povezavi z nameravano pospešeno privatizacijo, so dovolj veliko opozorilo za previdnost pri nadaljevanju privatizacijskih procesov. Pretiravanje na tem področju bi v razmerah plitkega finančnega trga in v vsak dan večji negotovosti v svetovnem okviru pripeljalo do že znanih procesov, ki bodo porušili krhko okrevanje gospodarstva iz lanskega leta.

LITERATURA IN VIRI

Adam, J. (1989). *Economic Reforms in the Soviet Union and Eastern Europe Since the 1960s*. Basinkstok: MacMillan.

Bajt, A. (1992). *A Property Rights Analysis of the Transition Problems in the EAST*. Ljubljana: EIPF.

Błaszczak, B., in Woodward, R. (ur.). (1999). *Privatisation and Company Restructuring in Poland, CASE, No. 18*. Warsaw: Center for Social and Economic Research Reports.

Bole, V. (2006). Fiscal policy in Slovenia after entering euro, new goals and soundness. *The Journal for Money and Banking*, 55(11), 91–98.

Bole, V. (2014). Na prehodu v 2015. V *16th PKP Conference*, Portorož, 20.–21. november 2014. Najdeno decembra 2014 na spletnem naslovu http://www.pkp.si/wp-content/uploads/sites/11/2014/11/VelimirBole_16_PKP.pdf

Bole, V., in MacKellar (ur.). (2009). *From Tolar to Euro*. Ljubljana: Center of Excellence in Finance.

Bole, V., Mencinger, J., Štiblar, F., in Voljčak, R. (2014). Stroški dela gotovo ne zmanjšujejo konkurenčnosti Slovenije. *Gospodarska gibanja*, (489), 6–27.

Bole, V., in Mramor, D. (2006). Soft Landing in the ERM2: Lessons from Slovenia. V Prašnikar, J. (ur.), *Competitiveness, Social Responsibility and Economic Growth* (str. 97–119). New York: Nova Science Publishers, Inc.

Bole, V., Prašnikar, J., in Trobec, D. (2011). Crisis and Contagion: Banks and the Real Sector. V Prašnikar, J. (ur.), *Slovenian Economy Stranded in Recovery* (str. 51–74). Ljubljana: Časnik Finance.

Bole, V., Prašnikar, J., in Trobec, D. (2012a). *Debt accumulation: Dynamics, structure and mechanism*. Ljubljana: Faculty of Economics: mimeo.

Bole, V., Prašnikar, J., in Trobec, D. (2012b). Komu koristi prodaja Mercatorja? *Dnevnikov objektiv*, 62(29), 16–17.

Bole, V., Prašnikar, J., in Trobec, D. (2014). Policy measures in the deleveraging process: A macroprudential evaluation. *Journal of Policy Modeling*, 36(2), 410–432.

Blue Ribbon Commission. (1990). *Hungary in Transformation to Freedom and Prosperity: Economic Programme Proposals of the Joint Hungarian-International Blue Ribbon Commission*. Indianapolis: The Hudson Institute.

Brada, J. (1996). Privatization is Transition – Or Is It? *Journal of Economic Perspective*, 10(2), 67–86.

Brittan, S. (1988). *A Restatement of Economic Liberalism*. Atlantic Highlands. New York: Humanities Press International.

Brown, D., Earle, J., in Teagdy, A. (2006). The Productivity Effects of Privatization: Longitudinal Estimates from Hungary, Romania, Russia, and Ukraine. *Journal of Political Economy*, 11(1), 61–98.

Caballero, R. J., Hoshi, T., in Kashyap, A. K. (2008). Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. *American Economic Review*, 98(5), 1943–1977.

Chambers, D., Dimson, E., in Ilmanen, A. (2012). The Norway Model. *The Journal of Portfolio Management*, (Winter), 67–81.

Chamley, C., in Gale, D. (1994). Information Revelation and Strategic Delay in a Model of Investment. *Econometrica*, 62(5), 1065–1085.

Csaba, L. (1992). From Reforming to Transforming the Economic System in Hungary. *Comparative Economic Studies*, 34(3/4), 96–106.

Domadenik, P., Prašnikar, J., in Svejnar, J. (2008). Restructuring of Firms in Transition: Ownership, Institutions and Openness to Trade. *Journal of International Business Studies*, 39(4), 725–746.

Domadenik, P., Prašnikar, J., in Svejnar, J. (2015). Political Connectedness, Corporate Governance and Firm Performance. *Journal of Business Ethics* (v tisku).

- Earle, J., Kuscera, C., in Telegdy, A. (2005). Ownership Concentration and Corporate Performance on the Business Stock Exchange: Do Too Many Cooks Spoil the Goulash? *Corporate Governance*, 13(2), 254–264.
- Feldin, A., Košak, M., Prašnikar, J., Rašković, M., in Žabkar, V. (2009). Strategic considerations in banking ownership: The case of Slovenian banking market. *Transformations in Business Economics*, 8(3), 36–56.
- Frydman, R., Rapaczynski, A., in Earle, J. (1993). *The Privatization Process in Central Europe*. London: Central European University Press.
- Gelb, A. (1999). The End of Transition? V Brown, A. (ur.), *When is Transition over?* Kalamazoo: W.E. Institute for Employment Research.
- Gregorič, A. (2003). *Corporate Governance in Slovenia: An International Perspective* (PhD Dissertation). Ljubljana: Faculty of Economics.
- Gupta, N., Ham, J., in Svejnar, J. (2008). Priorities and Sequencing in Privatization: Evidence from Czech Panel Data. *European Economic Review*, 52(2), 183–208.
- Hagenmajer, J., Tyrowicz, J., in Svejnar, J. (2014). Measuring the Causal Effect of Privatization on Firm Performance, *Working Paper: No. 14/2014 (131)*. University of Warsaw: Faculty of Economic Sciences.
- Havlik, P. in drugi. (1995). Improved Prospects of Central and Eastern Europe contrast with Depression in the CIS. *WIFO Monatsberichte (monthly reports)*, WIFO, 68(5), 356–375.
- Hinds, E. (1990). *Issues in the Introduction of Market Forces in Eastern European Socialist Economies*. Washington: The World Bank. EMTT.
- Hanousek, J. in Kocenda, E. (2003). The Impact of Czech Mass Privatization on Corporate Governance. *Journal of Economic Studies*, 30(3/4), 278–293.
- Hanousek, J., Kocenda, E., in Svejnar, J. (2007). Origin and Concentration: Corporate Ownership, Control, and Performance in Firms after Privatization. *Economics of Transition*, 15(1), 1–31.

- Jaklin, J. (1996). *Privatisation in Slovenia 1995*. Agency for Restructuring and Privatisation. Ljubljana: mimeo.
- Kidleberger, C., in Aliber, R. (2005). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis*. Hoboken: John Wiley and Sons, Inc.
- Kiyotaki, N., in Moore, J. (1997). Credit cycles. *Journal of Political Economy*, 105(2), 211–248.
- Knyazeva, A., Knyazeva, D., in Stiglitz, J. (2013). Ownership Change, Institutional Development and Performance. *Journal of Banking and Finance*, 37(7), 2605–2627.
- Kornai, J. (1980). Hard and Soft Budget Constraints. *Acta Oeconomica*, 25(3/4), 231–245.
- Kornai, J. (1990). *The Road to a Free Economy*. New York: Norton & Company.
- Kornai, J. (2000). What the Change of System from Socialism to Capitalism Does and Does Not Mean. *Journal of Economic Perspectives, American Economic Association*, 14(1), 27–42.
- Krishnamurthy, A. (2010). Amplification mechanisms in liquidity crisis. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(3), 1–30.
- Koman, M., Lakičević, M., Prašnikar, J., in Svejnar, J. (2015). Asset Stripping and Firm Survival in Mass Privatization: Testing the Hoff-Stiglitz and Campos-Govannoni models in Montenegro. *Journal of Comparative Economics* (v tisku).
- Landier, A., in Ueda, K. (2009). The Economics of Bank Restructuring; Understanding the Options. *IMF Staff Position Notes 2009/12*. Washington: IMF.
- Lipton, D., in Sachs, J. (1990). Privatization in Eastern Europe: The Case of Poland. *Brookings Papers on Economic Activity*, (2), 293–341.
- Mihayli, P. (1994). Privatization in Hungary. An Overview. V Akyuz, I., Kotte, D., Koves, A., in Szamuely, L. (ur.), *Privatization in the Transition Process*.

Recent Experiences in Eastern Europe (str. 363–385). Geneva and Budapest: United Nations Conference on Trade and Development.

Mencinger, J. (2006). Privatization in Slovenia. *Slovenian Law Review*, 3(1/2), 65–81.

Miller, M., in Stiglitz, J. (2010). Leverage and Asset Bubbles: Averting Armageddon with Chapter 11. *Economic Journal*, 120(544), 500–518.

Minsky, H. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press.

Nellis, J. (2008). Leaps of Faith: Launching the Privatization Process in Transition. V Lieberman, I., in Kopf, D. (ur.), *Privatization in Transition Economies: The Ongoing Story* (str. 81–136). Amsterdam, Boston: Elsevier Ltd.

Pahor, M., Prašnikar, J., in Ferligoj, A. (2004). Building a corporate network in a transition economy: The case of Slovenia. *Post-communist Economies*, 16(3), 307–331.

Pavlič Damjan, J. Gregorič, A., in Prašnikar, J. (2004). Ownership concentration and firm performance in Slovenia. *LICOS Discussion Papers No. 142/2004*. Leuven: Katholieke Universiteit.

Prašnikar, J., in Svejnar, J. (1988). Economic Behavior of Yugoslav Enterprises. *Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor Managed Firms*, 3, 237–311.

Prašnikar, J., in Pregl, Ž. (1991). Economic Development in Yugoslavia in 1990 and Prospects for the Future. *American Economic Review*, 81(2), 191–195.

Prašnikar, J., Čok, M., in Oražem, T. (1996). Macroeconomic Stabilization and Real Sector Development in Slovenia. *Working Papers No. 10*. Ljubljana: Faculty of Economics.

Prašnikar, J. (1998). Behavior of a Slovenian Firm in Transition. *Economic Analysis*, 1(1), 57–73.

Prašnikar, J., in Gregorič A. (2002). The Influence of Workers' Participation on the Power of Management in Transitional Countries. The Case of Slovenia. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 73(2), 269–297.

Prašnikar, J., in Svejnar, J. (2007). Investment, wages and corporate governance during the transition: Evidence from Slovenian firms. V Estrin, S., Kolodko, G., in Uvalić, M. (ur.), *Transition and beyond: Essays in honor of Mario Nuti, (Studies in economic transition)* (str. 149–173). Basingstoke, New York: Palgrave Macmillan.

Prašnikar, J., Trobec, D., Dominko, M., Kavčič, R., Sešen, T., in Šiškin, I. (2014). Industrial Policy in Slovenia and the Crisis (2009–2014). V Prašnikar, J. (ur.), *Industrial Policy in Retrospective* (str. 217–241). Ljubljana: Časnik Finance.

Ribnikar, I. (2011). Podjetja pri nas pred pričetkom tranzicije in po njej ter njim ustrezne različne denarne ureditve. V *Zbornik razprav s simpozija SAZU ob 10-letnici smrti Aleksandra Bajta*. Ljubljana: SAZU.

Svejnar, J. (ur.). (1995). *The Czech Republic and Economic Transition in Eastern Europe*. San Diego, London, Toronto: Harcourt Brace, Academic Press.

Svejnar, J. (2002). Transition Economies: Performance and Challenges. *Journal of Economic Perspectives*, 16(1), 3–28.

Štiblar, F. in Voljč, M. (2004). The Banking Sector. V Mrak, M., Rojec, M., in Silva-Jauregui (ur.), *Slovenia: From Yugoslavia to the European Union* (str. 263–275). Washington: The World Bank.

Tirole, J. (1991). *Privatization in Eastern Europe: Incentives and the Economics of Transition*. Macroeconomic Annual. Cambridge: NBER.

Voszka, E. (1993). Spontaneous Privatization in Hungary. V Earle, J., Frydman, R., in Rapaczynski (ur.), *Privatization in the Transition to a Market Economy: Studies of Preconditions Policies in Eastern Europe*. New York: St. Martin's.