

Privatizácia SPP v záujme občana Slovenskej Republiky

Model stanovenia ceny akcií SPP

November 2001

Levica Elsa alebo príbeh o privatizácii SPP

*Hodte ho do vody a nech pláva. Asi takto by sa mohla charakterizovať častokrát privatizácia, privatizácia pod ktorou sa rozumie pokiaľ možno okamžitý predaj či už celej časti podniku alebo jeho časti za často len verbálne deklarovanú najvyššiu cenu, pretože všetko ostatné je predmetom obchodného tajomstva. Ale určite poznáte aj príbeh o levici Elze, ktorá bola v zajatí a následne bola dlhodobo systematicky tréňovaná na prežitie na slobode aj keď sama o sebe je dravcom. Ešte lepšie vyniká príbeh o kosatke s menom Willy, kde boli takisto vynaložené nemalé prostriedky na špeciálny transport samostatným lietadlom UPS do veľkého akvária a následne bola realizovaná dlhodobá príprava vypustenia tohto od prírody tiež dravého živočicha do voľného oceána na slobodu. Inými slovami, oba príbehy hovoria o tom, že **darom by som dal slobodu, pokiaľ nie je na ňu jedinec pripravený, viac mu uškodím ako pomôžem, ba za istých okolností to môže aj pri najlepších úmysloch viesť k tragédii či katastrofe.***

Veľmi pekne znejú na prvý pohľad výzvy a požiadavky Európskej únie aby také sektory ako energetika a plynárstvo boli otvorené konkurenčnému prostrediu, čo prakticky znamená, že od roku 2005 resp. 2006 si budú môcť odberatelia voliť dodávateľov na báze výhodnosti ceny. Liberálni ekonómovia hlásajú všeobecnú poučku, že stúpne efektívnosť a výsledkom bude vyššia kvalita a nižšie ceny. Tento prístup je teraz všeobecne zvolený ako jednotný postup voči členským štátom EÚ ako aj tým, ktoré majú ambície sa pričleniť do únie, teda aj voči Slovenskej republike.

Je ale nutné povedať, že kým vyspelé krajiny EÚ ako Nemecko alebo Francúzsko očakávajú skutočne vyššie uvedené efekty zníženia cien, u krajín Višegrádskej štvorky problém je ďaleko zložitejší, pretože napr. u zemného plynu sú ceny polovičné alebo len tretinové oproti cenám v EÚ.

Pre ilustráciu zložitosti a náročnosti tohto procesu je vhodné popísať skúsenosti z Kalifornie. Nikto nepochybuje, že USA v roku 1996, kedy v Kalifornii došlo k privatizácii energetického sektora a vytvoreniu trhu na konkurenčných princípoch, že v USA nebola funkčná ekonomika založená na trhových princípoch. Cez to všetko, o štyri roky neskôr Kalifornia zaznamenala úplnú nefunkčnosť energetického sektora vyznačujúcu sa eskaláciou cien sprevádzanou s vypínaním dodávok elektrickej energie. *Táto situácia viedla až k extrémnym volaniam po znárodnení.* Situáciu ešte umocňuje fakt, že energetické závody v Kalifornii sú preuvereňované a nie je možné získať ďalšie zdroje na potrebné investície. Analytici poukazujú na fakt, že nie samotný predaj majetku do súkromných rúk ale práve *oblasť regulácie je tým miestom, v ktorom proces vytvorenia konkurenčného trhu zlyhal.* Bolo umožnené plne konkurenčné stanovovanie cien na úrovni veľkoodberateľov, avšak na úrovni domácností zostali horné cenové limity. Ako požiadavky rástli, tak rástli aj veľkoodberateľské ceny a keďže tieto ceny distribučné spoločnosti nemohli preniesť na koncových spotrebiteľov, systém sa dostal do kolapsu. Zároveň tento systém efektívne blokoval ďalšie investície pretože návratnosť investícií bola nepredvídateľná. To spôsobovalo prehĺbenie nedostatku energie, vytváral sa znova tlak na rast ceny a systém sa zacyklil. **Je nutné povedať, že niektoľko amerických štátov sa rozhodlo nevytvárať konkurenčný trh, pretože prínos z očakávaného zníženia cien elektrickej energie nepokryje náklady na kompenzáciu existujúcich investorov.**

Pri úvahách o privatizácii energetického sektora je nutné akceptovať, že kým v krajinách EÚ ako je napríklad Nemecko alebo Francúzsko vytvorenie konkurenčného trhu nesie so sebou

Privatizácia SPP v záujme občana Slovenskej Republiky

efekt zníženia cien energií, prakticky u všetkých krajinách Strednej Európy a teda aj na Slovensku to naopak prinesie rast cien. Ceny, zvlášť pri plyne, sú deformované a nie sú nositeľom výlučne ekonomických informácií, ale nesú v sebe informačný mix, ktorý je možné popísať nasledovne :

1. *Ceny sú plošne skryto dotované*
2. *Dotácia sa týka tak sociálnej ako aj podnikateľskej sféry*
3. *Sociálna sféra je rukojemníkom podnikateľskej sféry pôsobiaci ako brzda náprav deformovaných cien*
4. *Veľkoodberateľské ceny sú navzájom deformované*
5. *Deformovaný je aj pomer medzi veľkoodberateľskou cenou a cenou pre domácnosť*
6. *Ceny v absolútnom vyjadrení sú dvakrát až trikrát nižšie ako ceny v EÚ, napr. Rakúsku, Nemecku či Francúzsku.*

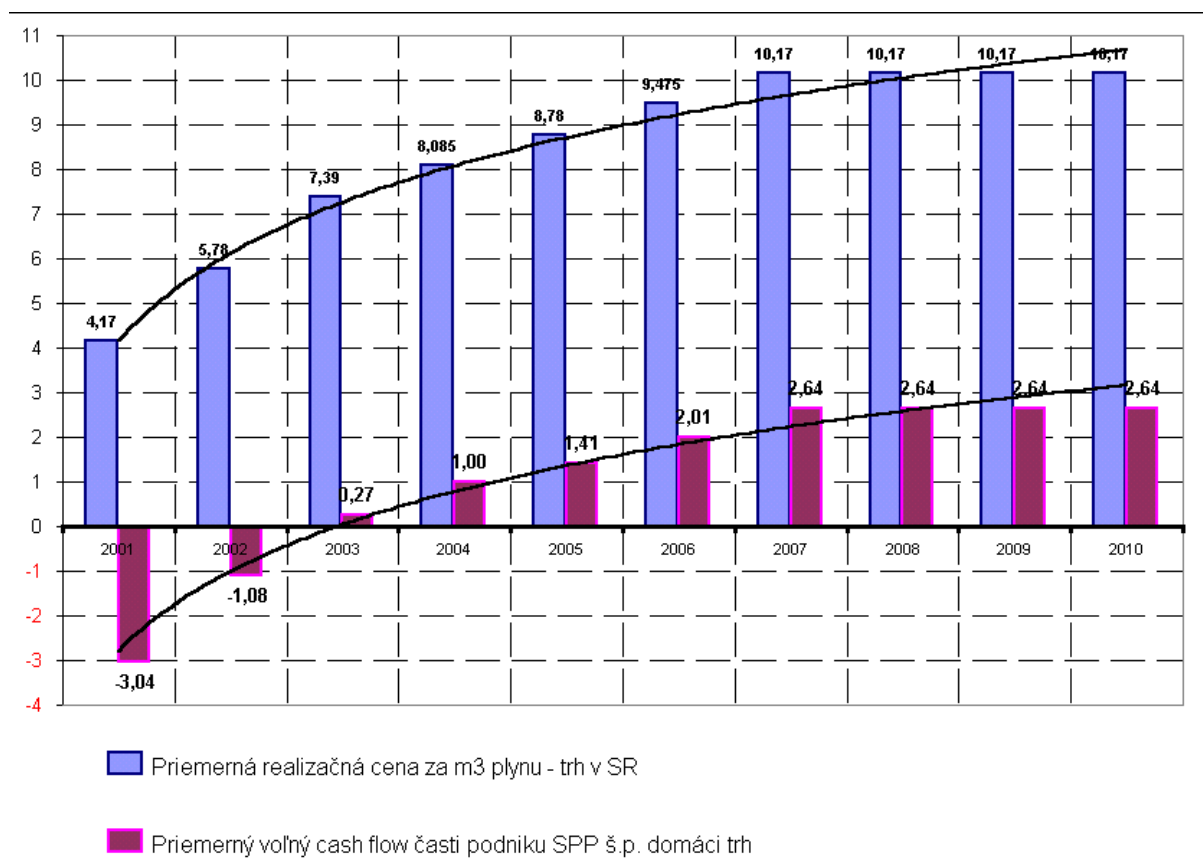
*Ak pán minister Harach spolu s agentúrou Fitch hovorí, že tržná hodnota SPP sa pohybuje od 6 mld USD do 8 mld USD, čo je v prepočte 300 mld Sk až 400 mld Sk, musí zároveň dodať, že táto hodnota v sebe skrýva výrazný rast ceny plynu a to až na konkurenčnú úroveň kdesi okolo 12 Sk za 1 m³ pre obyvateľov a 8-9 Sk za 1 m³ pre veľkoodberateľov. Pri tejto cene plynu však vykurovanie bytu o rozlohe 70 m², ktoré dnes stojí cca 10000 Sk ročne bude stáť cca 25 000 Sk. A to je to, čo pán minister akosi národu nechce povedať. Inými slovami, ak pri cene 1 m³ plynu 4 Sk dosahuje podnik 800 mil Sk stratu, tak pri vyššie uvedených cenách plynu dosahuje zisk v rozsahu od 30 do 35 mld Sk. **Je to občan Slovenskej republiky, ktorý sa cez cenu plynu, cenu výrobkov a služieb poskladá na zisk tohto podniku.** Logické stanovenie tejto ceny vyplýva jednak zo stanovenia nákladov na výrobu energetického ekvivalentu 1 GJ energie z el. energie a z plynu a z porovnania cien plynu a ich vzájomných pomerov v Nemecku, Rakúsku a Francúzsku. Náklady na energiu u občana Nemecka reprezentujú cca 5% z výdavkov u nás nad 10%, pričom by sa mali ešte zvýšiť. A tu je základný problém, bude mať Slovenský občan dostatočné príjmy, aby tento nárast ceny mohol vôbec prežiť?*

Ako je však možné predávať podnik v strate 800 miliónov za 6 až 8 násobok jeho obchodného imania? V prvom rade je potrebné povedať, že na kapitálových trhoch sa predávajú budúce zisky. Ako bolo ukázané vyššie, budúce zisky SPP vyplývajú z budúcich cien plynu. Umožňuje to dopredu definovaná cena plynu a použitie metódy výpočtu ceny SPP cestou stanovenia voľného peňažného toku pre jednotlivé roky zvlášť a následne stanovenie súčasnej hodnoty týchto peňažných tokov. V tabuľke sú stanovené ceny SPP pre dva modely rôzneho tempa rastu ceny plynu. V tejto cene sú korektne ocenené dve základné časti SPP a to divízia tranzitu a domáca distribúcia. Finančné investície sú stanovené viac menej v nákupných cenách. Podľa výsledkov uvedených v tabuľke, sa javí model s razantným zvýšením ceny do hodnoty, kedy príjmy sa vyrovnajú s nákladmi z hľadiska stanovenia ceny ako optimálnejší.

Privatizácia SPP v záujme občana Slovenskej Republiky

Časť podniku	A základ	B základ	A optimista	B optimista
Hodnota vl. imania tranzit	162,3	162,3	167,3	167,3
Hodnota domáci predaj	75,0	95,0	80,0	100,0
Hodnota doplnkovej substance ?	8,0	8,0	8,0	8,0
Hodnota Jamal?	10,0	10,0	10,0	10,0
Spolu podnik 100%	255,3	275,3	265,3	285,3
Podiel z 300 miliárd	85,1%	91,7%	88,4%	95,1%

Tabuľka udávajúca cenu SPP pre dva rôzne modely rastu ceny plynu



Model rastu ceny plynu so skovitým navýšením v r.2002 a 2003.

Obrázok číslo dva jasne stanovuje rast priemernej ceny plynu pre optimistickú variantu ceny SPP(to znamená, že bod zvratu sa dosiahne v roku 2003) kdesi okolo 285 mld Sk. Pri tranzitnej časti sústavy bol model spracovaný pre cenu

Privatizácia SPP v záujme občana Slovenskej Republiky

prepravy 1,65 USD/1000 m³/100 km. Ak však vezmeme do úvahy, že cena za prepravu 1000 m³/100 km sa v Európe pohybuje od 2,1 až po 2,7 USD a napr. Ruhrgas uvádza cenu 2,4 USD/1000 m³/100km potom je možné cenu tranzitu odhadnúť o približne 100 mld Sk vyššie a teda celé SPP na 380 mld Sk. Ak vezmeme do úvahy tunelovanie v rozsahu 2 až 3 mld Sk ročne, alebo slušne povedané to je rozsah ľahko dosiahnuteľných úspor po zavedení opatrení do pol roka, potom sa dostávame k cene 400 mld Sk, čo je cena určená ako horný limit spoločnosťou Fitch. Ukazuje sa však, že cena tranzitu reprezentuje tri štvrtiny hodnoty podniku a z toho dôvodu vytvára dostatočný finančný priestor na rozhodujúci hospodársko sociálny manéver súvisiaci s odstránením plošne dotovaných cien na ceny transparentne dotované v racionálnom čase.

Dôležité pre stanovenie ceny je aj spôsob ohodnotenia súvisiace s financovaním aktív. Konštrukcia upraveného nákladu investovaného kapitálu je vyriešená v dvoch alternatívach a to pre alternatívu, keď regulátor závisí od vlády SR a naopak, keď od nej nezávisí:

náklad na cudzí investovaný kapitál 11% p.a
daňová sadzba 25% odhad v tom čase
podiel cudzieho kapitálu ku celkovo investovanému kapitálu 40%

alternatívny náklad vlastného kapitálu:

- dlhodobý výnos z obligácií 8,5%
 - systematické priemerné riziko 6,0%
 - špecifické riziko samotného podniku 2,0%
 - špecifické riziko regulácia 2,0% - tržby podniku
- odhad priemerne očakávanej inflácie 4,0%

Výpočet pre alternatívu závislosti regulátora od vlády SR:

$$(0,11*(1-0,25)*0,4 + (0,085+0,06+0,02+0,02)*0,6) - 0,04 = \underline{10,4\% \text{ p.a.}}$$

Výpočet pre alternatívu nezávislosti regulátora od vlády SR:

$$(0,11*(1-0,25)*0,4 + (0,085+0,06+0,02)*0,6) - 0,04 = \underline{9,2\%}$$

Pre názornosť : Pri vytvorení 30 mld Sk EVA ročne je pri diskonte 12% cena podniku cca 250 mld Sk, pri diskonte 10,4% 288,5 mld Sk a pri diskonte 9,2% je hodnota 326 mld Sk. Inými slovami už tento faktor ovplyvňuje cenu podniku v rozsahu cca 76 mld Sk. A to je veľmi významné. Vyššie uvedené výpočty sú pre hodnotu 10,4%, pokiaľ bude známy režim odbúrania transparentnej dotácie ceny môže sa toto premietnuť do hodnoty jej znížením odhadom na 9,7% jako vážený priemer. Tým hodnoty podniku samozrejme stúpnu.

Otázok je však viac:

Privatizácia SPP v záujme občana Slovenskej Republiky

1. *Je schopné hospodárstvo absorbovať takéto tempo rastu cien plynu?*
2. *Je takýto agresívny rast ceny plynu schopné uniesť obyvateľstvo?*
3. *Bude vláda riešiť dopad týchto cien podobne ako v rokoch 1999 a 2000, t.j. rastom inflácie a teda znova výrazným rastom nezamestnanosti?*

Časový horizont rastu ceny presahuje akékoľvek obdobie jednej vlády. Dokážu sa politici súčasnej koalície a opozície dohodnúť tak, aby nastupujúca vládna garnitúra jednoducho nerešpektovaním ceny neznehodnotila investíciu strategických investorov? To je len niekoľko otázok, kde v súvislosti so skúsenosťami v USA, Kanade ale napríklad aj v susednom Maďarsku stanovuje, že odštátnenie energetického komplexu nie je jednorázovým aktom predaja akcií podniku systémom hodíte ho do vody a uvidíme či poplávame, ale skôr procesom s definovaným časovým ohraničením a prechodom cez jednotlivé stabilné stavy tak, aby nedošlo k zbytočným transakčným nákladom a škodám, procesu veľmi podobnému adaptácie Elsy či Williho na život na slobode.

Základné úlohy komplexne ponímaného privatizačného procesu SPP je možné stanoviť nasledovne :

1. *Odstránenie cien so skrytou dotáciou na cenovú sústavu so štátom transparentne dotovanými cenami*
2. *Odstránenie deformácii cien na trhu veľkoodberateľov*
3. *Odstránenie cenovej deformácie medzi veľkoodberateľskými cenami a cenami domácností (v Európskej únii je pomer cien medzi veľkoodberateľmi a domácnosťami 1:2)*
4. *Postupné odstraňovanie štátnej dotácie cien na úroveň cien liberalizovaného trhu*

Kým deformované ceny v zmysle navrhnutého modelu je možné odstrániť v priebehu 5 až 7 rokov, odstránenie štátnej dotácie cien, či už je to pre riešenie sociálnej sféry alebo cestou postupného znižovania daňovej záťaže podnikateľského sektora, je otázka veľmi podrobnej národohospodárskej analýzy tak, aby nekvalifikovanými zásahmi nedošlo k zrúteniu niektorých častí hospodárstva a v konečnom dôsledku nebola ohrozená sociálna stabilita spoločnosti.

V súčasnosti však je potrebné riešiť ešte ďalší fenomén a to fenomén tunelovania. Až komicky vyznieva fakt, že špičkovy platený manžér je schopný takýto podnik z 12 mld Sk zisku v priebehu roka dostať do straty, čo ešte nie je tragédia, ale tragédiou je, že sa to deje v období, kedy sa má privatizovať ale hlavne predať 49% ný podiel tohto podniku. Keďže len málo ľudí chápe, že cena podniku je stanovená na základe budúcich ziskov a teda na základe opatrení, ktoré urobím až po akte predaja, javí sa dokonca postup predaja stratového podniku pomaly ako hrdinský čin.

Vyššie uvedená analýza poukazuje jednoznačne, že to bude občan Slovenskej republiky, ktorý sa poskladá na budúce zisky SPP. Je logický záver, že by to mal byť občan Slovenskej republiky, ktorý sa stane strategickým investorom SPP.

Aj v takej krajine ako USA riešia problém, ako odstaviť politikov od možnosti rozhodovania nad výsostne ekonomickými subjektami. Aj táto vláda stranícky dosadila odborníkov na riadiace posty, čo napríklad u elektrární viedlo temer až k vládnej kríze. *Stojíme teda pred dilemou ako zachovať rozhodujúcu časť majetku v štáte, pretože všetci cítia, že zdroje budú potrebné pre riešenie sociálnej sféry, štrukturálne reformy hospodárstva a teda príjem do štátnej pokladne a na druhej strane obmedziť politicky motivované rozhodovanie o aktívach spoločnosti.* Na druhej strane, táto vláda už v hospodárstve prešustrovala toľko zdrojov, že je nutné získať prostriedky na zachovanie chodu štátu. Nie je na dôchodky. Nie je na zdravotníctvo. Je potrebné vyplatiť dlhopisy FNM. Treba zvýšiť platy učiteľom. To sú heslá dňa. Nikto už nepovie, že vládou vyvolaná inflácia (tu sa musí dohodnúť predchádzajúca vláda so súčasnou na podieli zodpovednosti) bola len dodatočným zdanením obyvateľstva, predstavuje závažnú hospodársku a politickú chybu, na ktorej sa napríklad vyspelé hospodárske štáty poučili počas ropného šoku v rokoch 1974-75 a nakoniec to priznáva aj tvorca tejto reformy, že tou cenou je vysoký rast nezamestnanosti a značné zdroje nepracujúcich peňazí v bankách, peňazí, ktoré nikto nechce. Ak platí pravidlo, že na odstránenie 1% nezamestnanosti je potrebný rast HDP 4,5%, potom na pokles nezamestnanosti do prijateľnej miery 8% musí vzrásť HDP až o 70%. Otázka je, koľko rokov to potrvá? To si mal uvedomiť pán Dzurinda, keď sľuboval, že počas tejto vlády zníži nezamestnanosť na 10%. A to mal úlohu len 5 % za 4 roky, dnes 10% za jeden a pol roka. Iba naivný človek môže povedať, že za tento stav nesie zodpovednosť minister práce. Ten je postavený len do úlohy štatistickej bez možnosti reálne ovplyvniť tento typ ekonomickej politiky. A riešiť dôsledky miesto príčin je nemožné.

Privatizácia prirodzených monopolov v kontexte dôchodkovej reformy a budovania kapitálového trhu

- *Pod privatizáciou sa chápe proces postupnej reštrukturalizácie príslušných výrobných prostriedkov spolu s procesom odstránenia deformovaných cien cez medzistav transparentne dotovaných cien po plne liberalizované ceny a paralelná realizácia regulačného rámca a súvisiacich programov v sociálnej a podnikateľskej sfére.*
- *Pod výnosom z privatizácie sa rozumejú cenné papiere-akcie alebo príjem z ich predaja.*

Privatizácia SPP v záujme občana Slovenskej Republiky

- *Privatizáciu prirodzených monopolov riešiť procesom v dvoch úrovniach rozdelených na dva časové úseky pri zohľadnení systémového riešenia dôchodkového systému s akceptáciou, že je to občan Slovenskej republiky, v prospech ktorého sa privatizácia vykonáva a že reprezentuje rozhodujúcu skupinu v skupine súkromných strategických investorov. Cieľom prvej etapy privatizácie je okrem iného vytvorenie dostatku zdrojov na realizáciu vyššie uvedených reforiem:*

1. Prvý časový úsek privatizácie zahŕňa

- *Ustanovenie transparentne štátom dotovaných cien*
- *Ustanovenie správneho regulačného rámca príslušného trhu*
- *Čiastočná privatizácia podnikov v štruktúre:*
 - i. 51% štát*
 - ii. 25% dôchodková reforma*
 - iii. 24% vecne orientovaní strategickí investori podľa príslušnej situácie*

V tejto etape rozhodujúce vytvorené zdroje prirodzených monopolov sú príjmom štátu a dôchodkového systému a slúžia na riešenie reštrukturalizačných reforiem a riešenia sociálnej politiky štátu voči sociálne slabším vrstvám. Vecne orientovaní strategickí investori majú za úlohu zabezpečiť prístup na trhy, príslušné technológie a know how v komplexnom slova zmysle. Je možné vysloviť predpoklad, že u energetických podnikov a SPP táto etapa bude v trvať v horizonte rokov do 2005 až 2010.

2. Druhý časový úsek predstavuje obdobie od dokončenia reštrukturalizačných procesov a dosiahnutia plne

Privatizácia SPP v záujme občana Slovenskej Republiky

liberalizovaných cien energií umožňujúcich otvoriť trh konkurenčnému prostrediu. V tejto etape je vhodné dokončiť privatizáciu prirodzených monopolov a to po odstránení dotácií do cien v nasledujúcej štruktúre:

- i. 3% štát*
- ii. 63% dôchodkový systém*
- iii. 34% strategickí a portfólioví investori*

Budovanie fondov dôchodkového systému zároveň umožňuje naštartovať proces prepojenia slovenskej ekonomiky s efektívnymi kapitálovými trhami krajín OECD.

Je zrejmé, že týmto spôsobom privatizácie dôjde k výraznému zoslabeniu možnosti zasahovania štátu v neprospech podniku a prenášanie sociálnych problémov zo štátneho rozpočtu cez cenu na SPP, pretože dôchodkové fondy a teda aj hlasovacie práva spojené s akciami SPP budú vykonávať súkromné spoločnosti. Inými slovami 49% akcií budú reprezentovať špičkoví finanční a odvetvovo orientovaní manažéri, ktorých príjmy budú závislé výlučne od výsledkov podniku a tak štát nebude mať možnosť tunelovať vlastný majetok a zabezpečiť beztrastnosť tohto javu. Tento proces vytvorí dostatok zdrojov na reštrukturalizáciu hospodárstva s časovo akceptovateľným horizontom.