

## Vývoj firemných skupín ako dôsledok koncentrácie vlastníctva a kontroly po roku 1993: príklad Českej republiky a Slovenskej republiky<sup>1</sup>

Daneš BRZICA\*

### Development of Corporate Groups as Consequence of Ownership Concentration and Control after 1993: Case of Czech Republic and Slovakia

#### Abstract

*The paper focuses on corporate groups (CGs), which have emerged in the Czech Republic and Slovakia since 1993. While investment companies and industrial groups dominated in early 1990s, later huge pyramid-like structures occurred. Nowadays, financial CGs are among the most powerful domestic actors. We analyze the ownership concentration forms and the CGs' impact on patterns of corporate restructuring. Moreover, a typology of CGs is presented. The results indicate that group-related process of ownership concentration exists during the transition; forms of concentration used by CGs change over time; and CGs can sometimes keep concentrated ownership structure of firms unchanged.*

**Keywords:** *corporate ownership, ownership concentration, corporate restructuring, corporate groups*

**JEL Classification:** G32, G34, G39, L29

#### Úvod

Ekonomická transformácia, ktorá sa začala v bývalej ČSFR, viedla k mnohým zmenám v celkovej štruktúre hospodárstva, ako aj v jej jednotlivých prvkoch. Počiatočná reštrukturalizácia a privatizácia firiem naštartovali zásadné štruktúrne zmeny, ktoré sa postupne odrazili vo významných zmenách štruktúry

\* Daneš BRZICA, Ekonomický ústav SAV, Šancová 56, 811 05 Bratislava 1; e-mail: danes.brzica@savba.sk

<sup>1</sup> Príspevok vznikol pri riešení úloh grantového projektu VEGA 1/0127/03.

a sily jednotlivých súkromných ekonomických subjektov a následne viedli k postupnému vytváraniu silných priemyselných a finančných skupín. V tomto článku rozoberáme najmä teoretické a empirické aspekty vývoja týchto skupín a prezentujeme ich možnú typológiu pre ďalšie analýzy. Článok je rozdelený do štyroch častí. V prvej časti si všimame teoretické otázky a doterajší stav výskumu v oblasti koncentrácie vlastníctva a skupín. Druhá časť prináša pohľad na vznik skupín a s tým súvisiaci proces koncentrácie vlastníctva v SR a ČR, ako aj typológiu skupín pôsobiacich v obidvoch krajinách. Táto časť obsahuje aj nové poznatky o koncentracii vlastníctva vo verejne obchodovaných spoločnostiach v SR. V tretej časti sa analyzuje dynamika kontroly a vlastníctva finančných skupín (skupín typu III). Pohľad na reštrukturalizačnú dynamiku súčasných skupín typu III je predmetom analýzy štvrtej časti. Článok dopĺňa stručný záver.

## 1. Cieľ štúdie, teoretické otázky a doterajší stav výskumu

V oblasti koncentrácie vlastníctva a reštrukturalizácie sa množstvo štúdií snažilo analyzovať mechanizmy a efekty kupónovej privatizácie v ČR a SR; tomu sme venovali aj osobitnú štúdiu (pozri Brzica [22]). Pritom niektoré z nich išli ďalej v odhadovaní účinkov investičných fondov a spoločností na proces formovania efektívnej podnikovej štruktúry. Názory na úlohu fondov boli v tomto smere skôr pesimistické (pozri napr. Mertlík [12]; všeobecnejší pohľad na investičné fondy pozri Simoneti, Estrin, Boehm [15] a Olsson [13]). Vývoj ukázal, že procesy založené na začiatku transformácie, teda rozptýlené vlastníctvo vygenerované kupónovou privatizáciou, nebudú prevažujúcim javom v ekonomike a na-stal postupný proces koncentrácie majetku. Podnikovými skupinami sa zaoberá množstvo literatúry najmä z tých krajín, kde tieto skupiny v štruktúre ekonomiky prevažujú.

Podnikové skupiny definujeme (vychádzajúc z práce Collina [24]) ako právne nezávislé firmy spojené spolu istým mechanizmom, najmä akciovým vlastníctvom, a koordinujúce použitie jedného alebo viacerých zdrojov. Zapojené firmy sú právne nezávislé a bežne majú niekoľkých akcionárov. Spoločné zdroje a ich koordinácia odlišujú podnikové skupiny od jednoduchých trhových vzťahov, v ktorých je cena faktorom koordinujúcim zdroje a tieto skupiny sa tak stávajú štruktúrou správy [24]. Podnikové skupiny existujú v mnohých krajinách bez ohľadu na ich veľkosť,<sup>2</sup> aj keď niektoré ekonomické systémy ich rozvoj skôr podporujú, kým iné zasa brzdia.

<sup>2</sup> Podnikové skupiny je možné nájsť napríklad v Číne, Nemecku, vo Francúzsku, Švédsku, v Japonsku, Holandsku, Belgicku, Južnej Kórei alebo Rusku.

Cieľom príspevku nie je skúmať úlohu inštitucionálnych investorov v reštrukturalizačnom procese, ale analyzovať vývoj a dynamiku zmien podnikových skupín v transformačnom a posttransformačnom období v ČR a SR. Hlavné domáce podnikové skupiny rozdeľujeme do nasledujúcich troch kategórií: 1. priemyselné skupiny; 2. skupiny pyramídového typu; a 3. finančné skupiny.<sup>3</sup> Ako skratky pre nich používame v nasledujúcom texte akronymy (skupiny typu I, II a III). Dynamiku zmien podnikových skupín vidíme v zmysle prechodu od podnikových skupín typu I a II k typu III. Pritom prezentujeme typológiu formovania skupín v ČR a SR a konštatujeme, že súčasné finančné skupiny (označované ako skupiny typu III) sa môžu stať významnou silou pri vytváraní rozličných vlastníckych a odvetvových štruktúr v oblastiach, do ktorých ešte neprenikli veľkí (najmä zahraniční) investori.

Skupiny *pyramídového typu* sú subjekty, ktoré využívajú špecifický druh Ponzioho schém. Sadiraj a Schram [25] podrobnejšie rozoberajú niektoré rozdiely medzi kategóriami Ponzioho schém a táto poznámka vychádza z ich práce. Klasická pyramída pôsobí za predpokladu, že niektorí jednotlivci (zakladatelia a tí na vyšších úrovniach) zarábajú peniaze z investícií iných. Postupne je potrebné stále viac ľudí, ktorí by podporovali tých, ktorí sú na vyšších úrovniach.

*Pyramídové schémy* môžu byť legitímne alebo nelegitímne. V *legitímnej* pyramídovej štruktúre je primárnym účelom predat' produkt (napr. kozmetiku či knihy). Výnos pre vyššie úrovne pyramídy je z predaja produktu a zo získavania nových predajcov. Výnos tak tvorí vlastná predajná marža, ako aj predajná marža ľudí, ktorých daný subjekt získal pre spoluprácu. V *nelegitímnej* pyramíde sa výnos obyčajne získava z investícií iných osôb, a nie z predajnej marže. Títo „investori“ ponúkajú investičné výnosy, ktoré vyzerajú atraktívnejšie ako to, čo sa ponúka na trhu. Je snaha, aby „investori“ reinvestovali svoje zisky. Pri pyramídových schémach platí, že skorší „investori“ sú vyplácaní z fondov získaných od nových „investorov.“ Kým pyramídy rastú, „investori“ si zvyčajne neuvedomujú, že môžu byť podvádzaní. Väčšina týchto schém sa končí vtedy, keď už nevstupujú žiadni „noví investori.“ „Investori“ sa dajú rozlíšiť na informovaných a neinformovaných, pričom informovaní podporujú pokračovanie tejto schémy [25].

Známym prípadom bol vývoj v Albánsku. V roku 1997 sa albánska ekonomika dostala do vážnych problémov, pričom hlavným dôvodom bolo odhalenie pyramídových schém. Množstvo Albáncov investovalo a stratilo svoje celoživotné úspory vo fondoch, ktoré zbankrotovali. To viedlo k politickému a ekonomickému chaosu. Práve tu boli informovanými investormi vplyvní ľudia v štátnej správe, snažiaci sa maximalizovať svoje príjmy, pokiaľ majú vplyv. Neinformovanými investormi boli bežní ľudia. Informovaní investori kontrolujú hlavné zdroje šírenia informácií – médiá. Dávajú pozitívne informácie o existencii týchto schém, budiac napríklad dojem, že vláda ich podporuje a že ide o bezpečné

<sup>3</sup> V prípade *finančných skupín* ide o skupiny, ktoré boli založené bankou, alebo majú v strede banku či inú finančnú organizáciu (napr. investičnú spoločnosť) a jej aktivity sú zväčša orientované na operácie súvisiace s krátkodobým, prípadne aj strednodobým zhodnocovaním kapitálu. Častou formou je orientácia na získanie potenciálne výnosných aktív a ich postupné zhodnotenie formou reštrukturalizácie, alebo nájdením atraktívneho záujemcu. Súčasťou podnikania býva v poslednom čase aj nákup štátnych pohľadávok.

investície s vysokými výnosmi. Výhodou pre informovaných investorov je to, že ich informačná výhoda im zväčša umožňuje vystúpiť včas z danej schémy [25].

Medzi schémami existujú rozdiely. V pyramídovej schéme „investor“ získava právo obdržať kompenzáciu za získanie nových účastníkov. Úspech tak závisí od získavania ďalších účastníkov. V prípade Ponziho schémy by však investícia mala závisieť od úspešného rozvoja produktívnych aktív, ako sú napríklad nehnuteľnosti. Čisté pyramídové schémy musia skolabovať zo svojej podstaty, pretože ich úspech by si vyžadoval stály progresívny nárast nových účastníkov. Ponziho schémy môžu potenciálne zlyhať, pretože aktíva, na ktorých bola investícia založená, nikdy neexistovali, alebo boli značne nadhodnotené. Oproti pyramídovým schémam môžu Ponziho schémy prosperovať dokonca aj s pasívnymi investormi. Kým účastníci pyramídových schém profitujú tým, že získavajú ďalších účastníkov do tejto schémy, účastníci Ponziho schémy profitujú zvyšovaním svojej investície a veria, že získajú podiel na ziskoch z úspešného rozvoja produktívnych aktív. Podrobnejšie pozri [25].

Naše predchádzajúce štúdie boli zamerané na tie slovenské a české skupiny, ktoré ďalej charakterizujeme ako skupiny typu I (pozri napr. Brzica [21]). Neskôr vznikli najmä v SR skupiny snažiace sa získavať finančné prostriedky od verejnosti. Ich aktivity však boli v niektorých prípadoch považované za ilegálne alebo rizikové, a navyše tieto skupiny neboli ziskové,<sup>4</sup> ich história bola krátka a vyvolala veľké straty pre malých veriteľov/investorov. Najdôležitejšou kategóriou skupín, ktorou sa tu zaoberáme, sú podnikové skupiny typu III, ktoré sa od začiatku tohto tisícročia stali významnými aktérmi na svojich domovských trhoch.

Jeden z dôležitých prvkov v našom chápaní rozvoja skupín v posttranzitívnych ekonomikách je, že koncentrácia vlastníctva a komplexná kontrola sú reakciou na neadekvátnu ochranu investorov, ako je naznačené aj v práci La Porta a kol. [9]. Koncentrácia vlastníctva a vznik a rozvoj podnikových skupín je identifikátorom zmien v ekonomike a odráža okrem iného aj meniace sa podmienky súvisiace s reguláciou kapitálového trhu, manažérskych praktík, legislatívy na preberanie podnikov a pod. Proces privatizácie teda viedol aj k vzniku podnikových skupín a k reštrukturalizácii podnikovej sféry. Výsledkom tohto procesu zmien bol v obidvoch krajinách postupný vznik podnikových skupín s vysokým podielom koncentrácie vlastníctva, najmä v prípade prvého, druhého a tretieho najväčšieho vlastníka (pozri [3]).

## **2. Vznik skupín a koncentrácia vlastníctva v Slovenskej republike a Českej republike**

Rozdielnosť vlastníckej štruktúry predurčuje aj charakter systému správy korporácie. Pôvodné predstavy o rozptýlenej akcionárskej štruktúre v SR sa nepotvrdili. Podľa Brzicu [22] bola koncentrácia vlastníkov značná.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> V niektorých prípadoch vzhľadom na ich manažment, ciele a stratégiu zrejme ani nemohli byť.

Ukázalo sa, že koncentrácia investorov súvisí s niektorými parametrami výkonnosti. Napríklad v podnikoch, ktoré kontroloval jeden investor, sa nachádzala väčšina podnikov (70,6 %), ktoré konkurovali cenou aj kvalitou. V tabuľke 1 sú uvedené nielen staršie hodnoty koncentrácie hlasovacej moci najväčších vlastníkov, ale sú doplnené aj o najnovšie výsledky odhadov koncentrácie vlastníctva urobené prostredníctvom dotazníkového prieskumu, realizovaného v roku 2004 [20]. Hoci výsledky nepokrývajú identické oblasti (v staršom výskume v SR išlo o hlasovacie práva a v novšom ide o vlastnícke práva), sú si dosť podobné. Navyše sa dá predpokladať, že v mnohých prípadoch vlastnícke práva zodpovedajú hlasovacím právam.

Tabuľka 1

**Hlasovacia moc najväčšieho a druhého najväčšieho vlastníka (priemer a medián, % na hlasovacích právach) a doplnenie odhadov koncentrácie z prieskumu v roku 2004\***

Krajina	Rok	Najväčší vlastník hlasovacích práv			Druhý najväčší vlastník hlasovacích práv		
		počet	medián	priemer	počet	medián	priemer
ČR	2001	57	52.6	61.1	43	25.3	26.1
SR I.	1999 – 2000	34	39.4	43.8	29	18.8	19.1
SR II.	2004 (**)	31	–	64.6	23	–	18.51

\* Okrem SR (2004) sú všetky údaje za podniky uvedené na hlavnom trhu burzy príslušnej krajiny.

\*\* V tomto prieskume sa skúmala len koncentrácia vlastníctva bez ohľadu na hlasovacie práva spojené s držaním akcií. V prieskume boli kontaktované tak firmy uvedené na hlavnom trhu burzy, ako aj mimo neho.

Prameň: [3; 4; 20].

Z uvedených údajov vyplýva, že tendencia ku koncentrácii vlastníctva v slovenských podnikoch je podobná ako v Českej republike. Kým analýza novších údajov za ČR sa pripravuje, situácia v Slovenskej republike sa zisťovala empirickým prieskumom v rokoch 2003 – 2004. Náš prieskum, urobený v roku 2003, zahŕňal 31 veľkých podnikov, pričom z 26 identifikovaných firiem v tejto vzorke sa 13 nachádzalo v prvej päťdesiatke najväčších podnikov SR podľa objemu tržieb za rok 2003.<sup>6</sup>

Ako ukazuje tabuľka 1, kým priemerná hodnota koncentrácie vlastníctva bola v prípade najväčšieho vlastníka rozdielna a vykazuje väčšiu priemernú hodnotu pre dotazníkový prieskum, v prípade druhého najväčšieho vlastníka sú hodnoty podobné.

<sup>5</sup> Kontrolný balík vlastnil často jeden investor, prípadne viacerí investori. Jeden investor kontroloval najčastejšie 91 – 100 % akcií (58,1 % prípadov). Druhým najčastejším prípadom bolo, že jeden investor kontroloval 51 – 70 % akcií. Viac investorov konajúcich v zhode kontrolovalo najčastejšie do 70 % akcií (10,3 %) a do 50 % (6,9 %).

<sup>6</sup> Týchto 26 firiem dosiahlo v roku 2003 tržby v objeme 422,2 mld SKK.

Tento príspevok sa neorientuje na faktory stratégie vytvárania skupín a konkurenčnej sily, ale skôr na otázky spojené s vlastníctvom (typ vlastníctva a prevažujúci typ investora). Je to dané ich významom pre analýzu vlastníckej štruktúry v rámci skupín typu III a otázok správy korporácie. Čiastočne zmieňujeme aj segment miery rovnosti medzi jednotlivými skupinami akcionárov, pretože pre ďalší rast skupín je potrebné vyvážené zaobchádzanie s rozdielnymi zainteresovanými skupinami (najmä akcionármi). Práve tento segment bol zdrojom mnohých problémov vo väčšine tranzitívnych ekonomík. Jeho štruktúrne slabosti a absencia vhodne špecifikovaných zákonov významne poznamenali rozvoj kapitálových trhov v SR a ČR. Tieto nedostatky nemali trvalý charakter poskytovania výhod pre rovnaké skupiny akcionárov, ale regulačný systém permanentne vykazoval asymetriu, a tak poskytol v jednom období výhody pre veľkých (majoritných) akcionárov, a neskôr pre malých (minoritných) akcionárov. Nakoniec výhody pre veľkých akcionárov opäť prevážili.

Tabuľka 2 člení hlavné doma založené podnikové skupiny, ako sme už uviedli, do nasledujúcich troch kategórií: 1. priemyselné skupiny (skupiny typu I); 2. skupiny pyramídového typu (skupiny typu II); a 3. finančné skupiny (skupiny typu III). Ak by sme sa na tieto skupiny pozerali chronologicky, museli by sme urobiť iné rozdelenie či typológiu týchto skupín, pretože dnes môžeme na trhu nájsť spolu obidve skupiny typu I a III (s prakticky ukončenou činnosťou skupín typu II).

Tabuľka 2

**Typológia podnikových skupín s príkladmi pre skupinu každého typu**

Typ skupiny	Skupina	Krajina
TYP I – Priemyselné skupiny	Skupina Chemapol*	ČR
	Skupina Škoda Plzeň*	ČR
	Skupina VSŽ Košice*	SR
	HTC Holding	SR
	IPB Group**	ČR
	Skupina Majský	SR
	Agrofert Holding***	ČR
	Agropol****	ČR
TYP II – Skupiny pyramídového typu	BMG Invest ČR	ČR
	BMG Invest	SR
	Horizont Slovakia	SR
	Drukos	SR
	AGW	SR
TYP III – Finančné skupiny	PPF Group	ČR
	K & K Capital Group (KKCG)****	ČR
	J & T	ČR a SR
	Penta Group	SR
	Istrokapitál	SR
	Motoinvest*****	ČR

\* Skupiny Chemapol, VSŽ a Škoda Plzeň sme rozoberali podrobnejšie v [20]; \*\* finančná skupina s podielmi v priemyselných podnikoch; \*\*\* ide o konkurujúce si skupiny na trhu poľnohospodárskej a potravinárskej výroby; \*\*\*\* Komárkova skupina – novosformovaná finančno-priemyselná skupina; \*\*\*\*\* skupina už neposobí na trhu.

*Prameň:* Vlastné spracovanie autorom.

Tabuľka 2 nepokrýva všetky dôležité priemyselné skupiny v ČR a SR. Z hľadiska pôsobenia v konkrétnych odvetviach sa dá rozlíšiť to, že niekoľko veľkých aktérov pôsobí v baníctve (skupina Kolářek), v poľnohospodárstve a potravinárskom odvetví (skupina Agrofert, kontrolovaná skupinou Babiša, skupina Agropol<sup>7</sup>), v ťažbe ropy (Babišova skupina a Komárkova skupina KKCG), v turistike a odvetví cestovného ruchu (pôvodne plne vlastnená skupinou Fischer, neskôr kontrolovaná skupinou KKCG), alebo v nehnuteľnostiach (skupina Vítek<sup>8</sup>/Istrokapitál). Iné skupiny, v tabuľke neuvedené, sú založené alebo kontrolované zahraničnými vlastníkmi alebo spoločnosťami (napr. skupina Siemens v SR alebo ABB v ČR). Napriek skutočnosti, že niektoré skupiny vlastnili pomerne významné majetkové účasti v zahraničí (v minulosti najmä napr. skupina Škoda Plzeň) a tento trend pokračuje – akvizície Agrofertu v NSR, Komárkovej skupiny v Európe a v Ázii, a podobne aj expanzia PPF do Číny –, ide len o začiatok zahraničnej orientácie a prevažná časť aktivít sa realizuje v priestore bývalej federácie. Navyše, v niektorých prípadoch sú firmy registrované v zahraničí z dôvodov väčšej legislatívnej výhodnosti (Holandsko) či daňových efektov (Cyprus).

T a b u ľ k a 3

**Charakteristiky jednotlivých typov skupín**

Typ skupín	Všeobecná charakteristika	Rozsah operácií	Obdobie pôsobenia	Rizikovosť/Legálnosť operácií
TYP I – Priemyselné skupiny	Skupiny vznikajúce okolo bývalých veľkých holdingových firiem a bánk	Značný	Najmä v prvom období transformácie	Viac rizikové/legálne aj nelegálne
TYP II – Skupiny pyramidového typu	Skupiny orientované na získavanie finančných prostriedkov	Úzky	Prvá polovica transformačného obdobia (v súčasnosti prakticky neexistujú)	Vysokorizikové/ nelegálne operácie
TYP III – Finančné skupiny	Skupiny vytvorené okolo finančných a investičných spoločností	Značný (orientácia na vysokoziskové projekty)	Od začiatku transformácie do súčasnosti	Legálne operácie

*Prameň:* Vlastné spracovanie autorom.

<sup>7</sup> Na dokumentáciu reálneho vplyvu stručne zmienovaných skupín sa môžeme pozrieť na skupinu Agropol. Táto skupina, ktorá zahŕňa niekoľko spoločností v odvetví poľnohospodárskej výroby s 2100 zamestnancami, kontroluje približne 30 % trhu poľnohospodárskych komodít. V roku 2001 jej príjmy dosiahli 12,3 mld CZK a čistý zisk bol 400 mil. CZK. Jiří Malus v roku 2002 kontroloval 51 % skupiny. Hlavným konkurentom tejto skupiny je skupina Agrofert, ktorá je ďalším kľúčovým aktérom na tomto trhu.

<sup>8</sup> Vítek nedávno previedol svoj majetok na jedného člena svojej rodiny. Do uskutočnenia tejto transakcie sa podľa informácií z tlače jeho majetok odhadoval na 7 mld CZK.

Tabuľka 3 uvádza niektoré charakteristiky typické pre jednotlivé typy skupín I, II a III. Vyplýva z nej, že aj časové hľadisko vzniku a rozvoja každého typu súvisí s poznatkami o priebehu transformácie. To znamená, že rizikové a nelegálne operácie sa dajú pripísať skôr skupinám, ktoré dosiahli obdobie svojho najväčšieho rozmachu v prvotných fázach transformácie, keď bola legislatíva výrazne ovplyvnená niekoľkými záujmovými skupinami a vyváženosť záujmov nebola bežná. Aj keď niektoré nedostatky inštitucionálneho prostredia môžu čiastočne pretrvávajúť, inštitucionálna kotva Európskej únie pôsobí ako efektívny nástroj eliminácie niektorých inštitucionálnych obmedzení.

### 3. Dynamika vývoja kontroly a vlastníctva skupín typu III

Rozdiel medzi týmito tromi typmi skupín vytvára ich dynamika a strategické zameranie, rovnako ako aj zloženie ich aktív a aktivít. Kým skupiny typu I a II boli charakterizované ako skupiny, ktoré majú pomerne stabilné strategické zameranie, najmä na získavanie podielov v priemyselných spoločnostiach (v prípade skupín typu I), alebo získavanie peňazí od investorov (v prípade skupín typu II), skupiny typu III sú oveľa dynamickejšie pri dosahovaní svojich strategických cieľov. Demsetz a Lehn [5] ukazujú, že vlastnícka kontrola by mala byť dôslednejšia v spoločnostiach, kde rýchle, neisté zmeny v operačnom prostredí sťažujú hodnotenie činnosti manažmentu. To je charakteristickým znakom súčasného podnikateľského prostredia v niektorých segmentoch odvetví v ČR a SR, kde sa ešte očakáva privatizácia či štátne predaje.

Na príklade expanzie skupiny PPF je vidieť, že dynamika inherentná tejto skupine jej pomohla prežiť a vyhnúť sa osudu iných skupín typu I.<sup>9</sup> Interná efektívnosť skupín typu III je zrejme vyššia ako pri type I a neporovnateľne vyššia ako pri type II.

Počiatočnú dynamiku vlastníctva skupín typu III mohlo zbrzdiť niekoľko faktorov. Medzi nimi sú významné najmä tieto: a) zvyšujúca sa konkurencia zo zahraničia v konkrétnych segmentoch v súčasnosti kontrolovaných týmito skupinami;<sup>10</sup> b) globálny tlak nútiaci firmy sústrediť sa na kľúčové technológie; a c) problémy s riadením a kontrolou komplexných podnikateľských štruktúr v menej rozvinutom inštitucionálnom prostredí. V porovnaní so skupinami typu I a II, ktoré sa zameriavali prevažne na priemyselný kapitál a nehnuteľnosti (typ I), alebo peňažný kapitál (typ II), skupiny typu III sú otvorené pre každú príležitosť

<sup>9</sup> Niekedy sa prípad IPB zmieňuje v súvislosti s istými podobnosťami medzi štruktúrami IPB a PPF.

<sup>10</sup> Donedávna to bol prípad PPF a jej vlastníctva televízie Nova.



na dosiahnutie zisku. Z tohto dôvodu vytvorili efektívne štruktúry na identifikáciu ziskových príležitostí, poskytujú právne služby ku všetkým operáciám tak, aby sa zabránilo možným zlyháním a potenciálnym súdnym sporom. Takisto organizujú reštrukturalizáciu, riadenie, udržiavanie a predaj novozískaných aktív. To sa robí v takom širokom rozsahu, že sa to môže považovať za celkom nový jav bez ohľadu na niektoré výnimky, ktoré existovali dokonca predtým v rámci skupín typu I a II.

V súčasnosti sa proces koncentrácie zintenzívnil v mnohých rozdielnych sektoroch, kontrolovaných či už štátom alebo súkromnými spoločnosťami/skupinami. Princíp "víťaz berie všetko" núti všetkých hlavných aktérov z našej vzorky byť aktívnymi v súťaži o získanie kontrolných balíkov v rozličných významných spoločnostiach, či už ide o telekomunikácie (Telecom), ropný priemysel (Unipetrol), bankovníctvo (Poštovní banka) alebo iné oblasti. Tabuľka 4 poskytuje príklady skupín, ktoré sa uchádzali o niektoré z podielov v štátom vlastnených/spoluvlastnených podnikoch či o štátne pohľadávky.

Tabuľka 4

**V minulosti realizovaná súťaž o majetkové podiely a kontrolu – príklady z Českej republiky**

Skupina/Spoločnosť	Odvetvie	Hodnota	Záujemcovia/konkurenti
Unipetrol	ropa	15 mld CZK	B, iné firmy*
Severočeské doly	baníctvo	milióny CZK	J, P, iné firmy*
TV NOVA	televízne vysielanie	miliardy CZK	PP
Štátne pohľadávky	rôzne odvetvia	miliardy CZK	PP**, J**, P, iné firmy*
Skupina Fischer***	cestovná kancelária	milióny CZK	P, K, J
Český Telecom	telekomunikácie	50 mld CZK	PP

PP – PPF; B – Babišova skupina; P – Penta skupina; J – J&T skupina; AP – Agropol; AF – Agrofert (Babišova skupina); I – Istrocapital; K – KKCG (Komárkova skupina).

\* Boli tu aj iní konkurenti, ale tí nepredstavovali skupiny analyzované v tomto príspevku.

\*\* Penta je spolu s J & T Finance jednou z najväčších slovenských finančných skupín, ktorých podnikanie sa zameriava napríklad na obchody s pohľadávkami.

\*\*\* Skupina Fischer v súčasnosti neexistuje. Zanikla a prevzala ju skupina KKCG.

*Prameň:* Vlastné spracovanie autorom.

Skupiny typu III prejavovali záujem o niektoré tendre, zúčastnili sa ich, alebo plánujú vstúpiť do niektorých tendrov, ktoré sa objavujú ako zaujímavé investičné príležitosti tak v SR, ako aj v ČR. Príkladom oblastí ich záujmu (pozri tab. 4) bol Český Telecom (PPF), Unipetrol (skupina Agrofert v konzorciu s poľským PKN Orlen). Niekoľko skupín z našej vzorky potvrdilo, že majú dostatok kapitálu na účel takýchto nákupov a v čase, keď sa začalo uvažovať o predaji štátnych podielov v dvoch českých podnikoch (Severočeské doly a Sokolovská uhelná), malo záujem o kúpu niekoľko firiem spadajúcich pod skupiny patriace do typu III.

V prípade podielu v podniku Severočeské doly to boli napríklad Appian Group,<sup>11</sup> Penta Finance (prostredníctvom dcérskej spoločnosti Oakfield), ako aj skupina J & T (prostredníctvom svojej dcérskej spoločnosti Škrobárna Brno). Akvizície skupiny Penta, čo je stratégia podobná stratégiám niektorých iných skupín, boli organizované prevažne prostredníctvom účasti vo verejných tendroch. Bolo tu niekoľko prípadov takýchto tendrov, napríklad akvizície podnikov Adast, Sanitas ČR či balík pohľadávok Českej konsolidačnej agentúry. Výnimkou bol prípad Lázně Jáchymov, ktoré Penta získala na základe nesplateného úveru od dlžníka [7].

Doterajšie analýzy naznačili, že koncentrácia podnikového sektora ČR a SR je značná. Proces koncentrácie vlastníctva spojený so skupinami je trvalý v priebehu tranzitívneho obdobia v obidvoch krajinách s tým, ako analyzované skupiny získavali čoraz väčšie podiely v niektorých dôležitých spoločnostiach. To v minulosti naznačili prípady PPF alebo skupiny Penta. Je tu niekoľko signálov, naznačujúcich, že tento proces bude, aj keď možno s istými modifikáciami, pokračovať.

Formy koncentrácie skupín sa však menia v čase. Je zjavné, že niektoré postupy a stratégie používané v minulosti: a) nefungujú dnes efektívne; b) už nie sú dostupné (napríklad lacné bankové úvery); alebo c) už nie sú naďalej možné (v dôsledku väčšej konkurencie na trhu, lepšej legislatívy a pod.). Tieto skupiny (najmä typu III) ako medzičlánky môžu v niektorých prípadoch „udržiavať“ pôvodne vysokokoncentrovanú vlastnícku štruktúru bývalých štátnych podnikov nezmenenú, pretože prostredníctvom nákupov akcií získali veľké podiely v týchto štátnych alebo súkromných spoločnostiach.

Dynamika typov skupín I, ale najmä III sa značne zväčšila v zmysle ich stability pôsobenia na trhu (udržania sa na trhu), komplexnosti, ziskovosti a rozsahu i hĺbky. V súčasnosti však využívajú oveľa efektívnejšie príležitosť byť registrované, alebo podnikat' v zahraničí.<sup>12</sup>

Doterajšie poznatky ukazujú, že: a) proces koncentrácie vlastníctva súvisiaci so skupinami sa v priebehu tranzitívneho obdobia v obidvoch krajinách stal trvalým javom; b) formy a typy koncentrácie používanej skupinami sa menia v čase; a c) podnikové skupiny niekedy môžu pomáhať „udržiavať“ koncentrovanú vlastnícku štruktúru niektorých, pôvodne štátnych spoločností nezmenenú.

<sup>11</sup> Appian Group je medzinárodná investičná skupina, ktorá kontrolovala v ČR podnik Mostecká uhelná spoločnosť, Škoda Holding a niektoré spoločnosti z odvetvia dodávok tepla.

<sup>12</sup> Byť dynamickým a významným takisto znamená, že skupina by mala platiť značné objemy daní. Preto materská spoločnosť celej skupiny, Penta Holding Limited, bola z daňových dôvodov registrovaná na Cypre. Podobne sú v zahraničí registrované aj niektoré spoločnosti zo skupiny PPF, ktorá v súčasnosti takisto úspešne iniciuje kroky k podnikaniu na čínskom trhu, kde má aj svoje zastúpenie.

#### 4. Reštrukturalizačná dynamika súčasných skupín typu III

Strategickí investori z kupónovej privatizácie – niektoré strategicky orientované investičné spoločnosti a investičné fondy,<sup>13</sup> priemyselné skupiny typu I a niektoré individuálne vlastnené „rodinné impériá“<sup>14</sup> – nemohli v začiatkoch transformačného obdobia získať dostatočnú moc na to, aby prispeli k značnej koncentrácii vlastníctva v strednodobom horizonte. Veľa z nich sa premenilo na portfóliových aktérov, ukončilo činnosť, alebo bolo marginalizovaných (často zahraničnými) konkurentmi.<sup>15</sup>

Na rozdiel od podnikových skupín typu I a II, kde reštrukturalizačná dynamika bola buď dočasná, alebo celkom chýbala, v prípade skupín typu III je pomerne vysoká. Čiastočne sa na tom podieľajú skúsenosti týchto zväčša neskoršie vzniknutých subjektov, a takisto možnosť využívať majetkové transfery umožnené postupným úpadkom prvých dvoch typov skupín. Navyše, skupiny typu I a II vytvorili pre štát nedobytné pohľadávky, ktoré niektoré skupiny typu III začali od štátu kupovať (pozri tab. 2) a získavať z nich značné majetkové a finančné efekty.

Už skôr [5] sme na základe empirického výskumu ukázali, že zmeny v štatutárnych orgánoch boli značné. Takzvaná tretia vlna privatizácie, ktorá nasledovala po ukončení veľkej privatizácie, priniesla v obidvoch krajinách istú stabilizáciu kontrolných balíkov, ako aj rast koncentrácie kontroly. Podnikové skupiny sa snažili zabezpečiť kontrolný balík v prípadoch, keď v konkrétnom podniku existovalo viacero akcionárov, pričom žiaden z nich nemal výraznú hlasovaciu moc, ani kontrolný balík. Na proces tretej vlny nadviazala premena investičných fondov na holdingové spoločnosti, aby sa tak vytvoril priestor na získanie väčších podielov, ako to umožňoval nebankovým finančným subjektom zákon [22].

Vznik skupín typu III spolu so štátnou politikou predaja pohľadávok Českej konsolidačnej agentúry vytvorili v ČR vyššiu dynamiku pre celý proces reštrukturalizácie. Neúspešná správa bankovej korporácie a reštrukturalizácia vedená bankami a skupinami typu I bola postupne nahradená úspešnejšou reštrukturalizáciou vedenou skupinami typu III. Kým banky v SR a ČR neboli úspešné v riešení situácie s ich zlými úvermi a pohľadávkami, skupiny typu III sa stali veľmi dynamickými a úspešnými. Časový horizont riešenia takéhoto prípadu bol

<sup>13</sup> Od roku 1996 sa niekoľko investičných spoločností transformovalo na holdingové spoločnosti, aby zamedzili regulácii smerovanej proti vytváraniu strategicky orientovaných fondov.

<sup>14</sup> Skupina Antonína Charouza, spoločnosť vlastnená jednotlivcom, mala v polovici 90. rokov vo svojom portfóliu okolo 1 000 firiem.

<sup>15</sup> Do tejto kategórie možno zaradiť aj bývalé skupiny typu I Chemapol alebo Škoda Plzeň. Jedna skupina typu I zo SR, VSŽ Košice, sledovala ďalšiu vývojovú trajektóriu. Pretože nebola fondom, ale priemyselnou firmou, neukončila činnosť, ani nebola marginalizovaná, ale vrátila sa k svojej kľúčovej oblasti podnikania s jej predchádzajúcimi silnými výhodami. Nie je však bez zaujímavosti, že takisto jedna zo skupín typu III (Penta) mala záujem získať kontrolu nad touto firmou.

zvyčajne menej ako jeden rok,<sup>16</sup> akákoľvek operácia trvajúca dlhšie ako jeden rok bola považovaná za neúspech a takéto pohľadávky boli odpísané. Napriek tomu, že literatúra o vzťahu medzi koncentráciou vlastníctva v podnikoch a reštrukturalizáciou nie je v bývalých tranzitívnych ekonomikách početná, výsledky výskumov z vyspelých trhových ekonomík ukázali na previazanie medzi týmito dvomi zložkami. Je teda dobrý dôvod veriť, že formovanie koncentrovanejšej priemyselnej štruktúry môže viesť k väčšej reštrukturalizácii. O reštrukturalizačných aktivitách tu nehovoríme v čisto úzkom zmysle (teda ako podniková alebo priemyselná reštrukturalizácia), ale zmiňujeme aj inovácie vytvárané skupinami typu III, ktoré vedú k zmenám v inštitucionálnom prostredí a organizačnom usporiadaní na národohospodárskej úrovni. Doteraz tu bolo niekoľko takýchto zmien, uskutočnených takisto skupinami typu I a II. V prípade skupín typu III jedna z minulých zmien ovplyvnila celý podnikový sektor.<sup>17</sup>

Trend pokračujúcej reštrukturalizácie pretrváva. Nedávno (november 2005) došlo k nákupu 50 %-ného podielu vo Vítkovice Holding (do ktorej patrí 26 podnikov) skupinou K & K Capital Group (KKCG). Táto skupina v súčasnosti kontroluje 32 podnikov (napr. Bonatrans), prípadne má v nich podiel. Uvedený posledný krok má ďalej posilniť pozíciu skupiny. Zároveň v tejto skupine dochádza k likvidácii alebo *outsourcingu* tých oblastí podnikania, ktoré sú z dlhodobého hľadiska konkurenčne neudržateľné, ako bol prípad leteckej spoločnosti pôvodne patriacej firme Fischer.

## Záver

Transformácia priniesla po úvodnej rozptýlenosti vlastníctva postupnú koncentráciu majetku pod kontrolu menšieho počtu významných podnikových skupín a zahraničných subjektov.

Čiastkové výsledky, ktoré boli doteraz zistené pri analýze podnikových skupín, naznačujú, že a) proces koncentrácie vlastníctva, súvisiaci so skupinami, je v priebehu tranzitívneho obdobia v oboch krajinách trvalým javom; b) formy a typy koncentrácie používanej skupinami sa menia v čase; a c) tieto subjekty niekedy môžu pomáhať „udržiavať“ vysokokonzentrovanú vlastnícku štruktúru niektorých bývalých štátnych spoločností nezmenenú.

<sup>16</sup> Časový plán pre takúto operáciu je zvyčajne taký, že v jednom mesiaci tieto skupiny alebo špecializované agentúry kontaktujú dlžníkov, v priebehu menej ako troch mesiacov uzatvorí dohodu, alebo nájdu kupcov a potom obdržia platbu (pozri Zelenka [19]).

<sup>17</sup> Bola to iniciatíva dvoch firiem spolupracujúcich na slovenskom a českom trhu (J & T Global, člen skupiny J & T a MEI – *Middle Europe Investment* z Holandska) obchodovať IPO akcie súvisiace s podnikaním v nehnuteľnostiach v SR a ČR. Tieto dve firmy vytvorili MERE (*Middle Europe Real Estate*), uzatvorený fond, kde sa J & T Global a MEI stali spoločnými správcami.

Dynamika rozdielnych typov skupín sa značne zvýšila v zmysle schopnosti ich udržania sa na trhu (pretrvávania), komplexnosti a rozsahu alebo ziskovosti. Právne a etické postavenie ich operácií je takisto veľmi dôležité z pohľadu hospodárskej politiky, ale na naše účely nemalo význam, a preto sme sa mu v tomto príspevku nevenovali. Ukázali sme, že medzi podnikovými skupinami je možné rozlíšiť niekoľko typov a že dynamika a štruktúra rozličných typov skupín sú významnými črtami, vysvetľujúcimi, prinajmenšom čiastočne, prečo sa niektoré skupiny stali časom oveľa mocnejšie, kým iné ukončili činnosť. Pretože niektoré v minulosti používané postupy a stratégie buď nefungovali, alebo v nových podmienkach nefungujú efektívne; už nie sú dostupné (napr. lacné bankové úvery); alebo už nie sú naďalej možné napríklad v dôsledku väčšej konkurencie na trhu či lepšej legislatívy, nadobúda aj vývoj a operácie podnikových skupín inú podobu oproti tej, ktorú sme mohli vidieť na začiatku transformácie.

## Literatúra

- [1] BECHT, M. – MAYER, C.: *Corporate Control in Europe*. Oxford: Oxford University Press 2000.
- [2] BRZICA, D.: Empirická analýza vybraných problémov správy korporácie v Slovenskej republike. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*, 44, 1996, č. 5, s. 359 – 370.
- [3] BRZICA, D. – OLSSON, M.: *Corporate Governance in Transitional Economies: The Case of the Czech Republic*. [Paper presented at the ACE workshop on Corporate Governance and the Accession Countries.] Portoroz, Slovenia, jún 2001.
- [4] *Corporate Governance and Disclosure in the Accession Process*. <[www.ecgi.org/research/accession/index.htm](http://www.ecgi.org/research/accession/index.htm)>.
- [5] DEMSETZ, H. – LEHN, K.: The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1985, s. 1155 – 1177.
- [6] ELLERMAN, D.: *Voucher Privatization with Investment Funds*. [The William Davidson Institute Working Paper, No. 167.] Ann Arbor: University of Michigan Business School 1998.
- [7] Můžeme velmi rychle zaplatit přes miliardu korun. *Hospodářské noviny*, 13. října 2003. <<http://www.HN.IHNED.CZ>>.
- [8] HRÚZ, J. – SOBINKOVIČ, B.: Kľúč ku konkurzu majú v rukách veriteľia. *Trend*, 29. mája 2003, s. 20.
- [9] A PORTA, R. – LOPEZ DE SILANES, F. – SHLEIFER, A. – VISHNY, R. W.: Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 52, 1997, s. 1131 – 1150.
- [10] LIZAL, L. – SINGER, M. – SVEJNAR, J.: Enterprise Break-ups and Performance During the Transition from Plan to Market. *Review of Economics and Statistics*, 83, 2001, č. 1, s. 92 – 99.
- [11] MAZULLO, G.: Comparative Analysis of Corporate Governance and Shareholders' Rights in EU and CEE Countries. [PFS Program Survey. February 2002.] Sarajevo, 28. mája 2002.
- [12] MERTLÍK, P.: Czech Privatization: From Public Ownership to Public Ownership in Five Years? *Eastern European Economics*, 35, 1997, s. 64 – 83.
- [13] OLSSON, M.: Ownership Reform and Corporate Governance. The Slovak Privatisation Process in 1990 – 1996. *Acta Universitatis Upsaliensis. Uppsala Studies in Economic History*, 1999, č. 49.
- [14] SHLEIFER, A. – VISHNY, R. W.: A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52, Issue 2, 1997, s. 737 – 783.

- [15] SIMONETI, M. – ESTRIN, S. – BOEHM, A.: *The Governance of Privatization Funds: Experiences of the Czech Republic, Poland and Slovenia*. London: Edward Elgar 1999.
- [16] SKOČDOPOLE, P.: Petr Dobyvatel a jeho PPF. Týden, 2003, č. 47, s. 32 – 42.
- [17] TIROLE, J.: *Privatization in Eastern Europe: Incentives and the Economics of Transition* [Draft.] Cambridge, MA: Massachusetts Institute of Technology 1991.
- [18] WILLIAMSON, O. E.: *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York: Free Press 1975.
- [19] ZELENKA, R.: Dluhy nad zlato: Špatné úvěry českých bank zaplatil stát, vydělávají na nich jiní. Týden, 2002, č. 18, s. 60.
- [20] BRZICA, D. – OKRUHLICA, F.: *Správa podniku v SR: Prieskum podnikov*. [Nepublikované – podkladový materiál.] Bratislava: Ekonomická univerzita v Bratislave 2004.
- [21] BRZICA, D.: International Comparison of Corporate Governance and Keiretsu Structures: The Case of the Slovak Republic, the Czech Republic and Japan in mid-90s. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*, 47, 1999, č. 5, s. 714 – 741.
- [22] BRZICA, D.: Analýza správy korporácií a procesu vlastníckych zmien v Slovenskej republike. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*, 53, 2005, č. 1, s. 63 – 78.
- [23] BRZICA, D.: Analýza koncentrácie vlastníctva vo veľkých verejne obchodovaných spoločnostiach: Prípád ČR. In: *Finance a účetnictví ve vědě, výuce a praxi*. [Zborník z medzinárodnej konferencie.] Zlín: Ústav financí a účetnictví, Fakulta managementu a ekonomiky, Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně 2003.
- [24] COLLIN, S. – V.: Why are These Islands of Conscious Power Found in the Ocean of Ownership? Institutional Governance Hypotheses Explaining the Existence of Business Groups in Sweden. *Journal of Management Studies*, 35, 1998, č. 6, s. 719 – 746.
- [25] SADIRAJ, K. – SCHRAM, A.: *Informed and Uninformed Investors in an Experimental Ponzi Scheme*. [Unpublished paper.] Amsterdam: CREED, Department of Economics and Econometrics 1999. <<http://www.fee.uva.nl/creed/pdf/files/Pyramid11.PDF>>.