

## PRIVATIZACE

## DÁREK OBČANŮM

Český Telecom by měl být prodán přes kapitálový trh

Článek Dárek pro Topolánka (*EURO 39/2004*) upozornil na některé klady privatizace Českého Telecomu přes kapitálový trh a negativa prodeje strategickému partnerovi, avšak neposkytl systematické srovnání. Na základě zkušeností z oboru takové srovnání předkládáme a doufáme, že vláda využije příležitosti a po čtrnácti letech rozpaků uskuteční první úspěšnou privatizaci přes mezinárodní kapitálový trh. Správnost úsudku prezentovaného v tomto článku je možné odhadnout návratem k textu o integraci společnosti ČEZ a následné emisi akcií na trhu, zveřejněném v prosinci 2002 (*EURO 49/2002*). Od té doby se totiž hodnota akcií podniku ČEZ díky krokům státu zhruba ztrojnásobila.



JAN PRAVDA

Sporné výhody prodeje strategickému partnerovi:

1. Může se zdát, že je atraktivnější prodat Český Telecom strategickému partnerovi, pokud zaplatí strategické prémium. Toto prémium je ovšem spíše mýtus postavený na velmi krátkodobém chápání privatizace, jako například výprodej Aera Vodochody, a nikoliv jako dlouhodobého projektu, který má prospět rozpočtu, ale také spotřebitelům, podnikatelům a zaměstnancům. Ve světle těchto priorit mýtus prémia bledne, neboť faktory jej vyvolávající mají i negativní dlouhodobé důsledky:

- Neracionální akvizice za každou cenu – častý případ známý z dob techno-bubliny končící komplikovaným zpětným prodejem investice.

Dnes jsou telekomunikační firmy opatrnější nebo předlužené a takové prémium je nepravděpodobné.

- Finanční restrukturalizace – typická pro Private Equity Fondy zmíněné v článku, motivovaná daňovou úsporou spočívající v zadlužení. Pokud je například akvizice za 100 miliard financována z poloviny mezinárodním dluhem, výsledný daňový štít (daňová ztráta státu) má hodnotu řádově patnácti miliard a činní prémium pro stát nezajímavým.
- Nižší cena kapitálu strategického partnera – pokud telekomunikační společnosti utvoří konsorcium s Private Equity Fondy s očekávanou návratností kolem 25 procent, je velmi nepravděpodobné, aby konsorcium dosáhlo vyšší valuační než kapitálový trh očekávající pouhých deset až dvanáct procent.
- Provozní restrukturalizace/snížení nákladů – realizace prémia prospěšná všem zúčastněným, neboť vede ke zvýšení produktivity. Restrukturalizaci má však v plánu i současný management a při správně nastavené kompenzaci není důvod se domnívat, že by takových kroků nebyl schopen. Tento typ prémie je tedy téměř nerelevantní.

FOTO: Martin Siebert

PLACENÁ INZERCE

PVT NABÍZÍ MODERNÍ A JEDNODUCHÉ  
ŘEŠENÍ PRO PRÁCI S VELKÝM  
MNOŽSTVÍM VSTUPUJÍCÍCH  
I VYSTUPUJÍCÍCH INFORMACÍ.



TIME OF INNOVATION

## E-SOLUTION

**E-PODATELNA: DOKUMENTY DO SPRÁVNÝCH RUKOU!**

- plně elektronický příjem a oběh dokumentu
- soulad s legislativou v České i Slovenské republice včetně ochrany osobních dat

**E-DOPIS: ODEŠLETE DATA, PŘIJEDE DOPIS!**

- komplexní služba od přijetí dat po předání zásilek k doručení
- služba bez omezení času, místa a objemu zásilek

**E-FAKTURA: RYCHLÁ FAKTURACE!**

- výhradně elektronicky, přímý vstup dat i napojení na účetnictví
- vysoká úroveň bezpečnosti na základě elektronického podpisu

Měřitelně si snížíte náklady a čas na administrativní procesy.

PVT, a.s., Kovanecká 30/2124, 190 00 Praha 9  
tel.: 284 829 262-4, 266 198 111, fax: 266 198 624  
e-mail: sales@pvt.cz, <http://www.pvt.cz>

PRIVATIZACE

PRIVATIZACE

## TOPOLÁNKA

prodej státního podílu

Analýzici firm Patrí Finance a Atlantik FT shodně tvrdí, že prodejem akcií na trzích by stát získal méně peněz, a to zhruba o deset miliard. Je to pravda. Na druhé straně však také nikdo nepočítá, že prodejem na kapitálových trzích stát získá peníze mnohem dříve než při přímém prodeji pro jediného kupce či konsorzium firem. Celá transakce se může uskutečnit v relativně krátkém čase a lze velmi dobře využít současný velký zájem finančních investorů o kvalitní investice. Úspěšné IPO firmy Zentiva je toho dokladem,“ dodává Jaroslav Wood & Company.

**Spasné nářezání.** Když se na prodej Českého Telecomu podíváme prizmatem vládního politika rok a třicet před volbami, vyhodnotí se by bylo přece jen zvoňavě. Prodeji na kapitálových trzích nepatří pro Mlynáře, jehož strana US-DEJL po parlamentních volbách na jaře 2006 zřejmě nebude mít žádný koaliční potenciál. (Pokud osmem Mlynář nemá za lubem včas přestoupit do jakékoliv strany – kromě komunistů, která koalici potenciál mít bude.) Nicméně dnes ministři informatiky skutečně

chtějí jen o to, aby se snažil získat co nejvíce peněz pro stát, a nemusí mít na mysli prodeje, které by v roce 2006 m



Informace týdeníku říkali, že Český Telecom 51 procent Eurotelu v úřadovně zhruba za 230 milionů korun, ale 49 procent, který přil od americké firmy V za 1,05 miliardy dolarů hodnotu 28,7 miliard. Po přecenění by vzrostl mu Telecomu vysoký zisk, což by musel zaplatit až je dnes 25 procent. Něj odhadu v rozmezí celého Eurotelu v rozmezí 70 do 90 miliard korun padá, že tržní cena bude 70 miliard, dle výnosů z přecenění je deset miliard. Bud dvanáct, a když náct miliard. Když cí finanční investor bude snažit lépe využít legálními prostředky. Dnes n problém. Bud režim dostane peníze, dou

už v březnu příštího roku. Bankéři, se kterými týdeník EURO hovořil, tvrdí, že i při agresivním privatizačním harmonogramu lze podepsání smlouvy mezi státem a novým vlastníkem očekávat spíše v červnu nebo v červenci. Ale to je

podporovali prodej na kapitálovém trhu, nebo brzdili prodej strategickému investitorovi. Ten by totiž po zaplacení nejspíše brzy vyměnil všechny klíčové lidi ve vedení firmy. „Proč by chtěli manažeři sami sebe vyhodit ze židle,“ ptá se ředitel jedné investiční banky. Český Telecom nepotřebuje strategického partnera, říká

2. „Bonus za majoritu“ je do jisté míry přežitkem z dob, kdy neexistoval povinný výkup a kdy se prodávaly společnosti vyžadující zásadní restrukturalizaci jako banky. Dnes strategický partner musí minoritám nabídnout šestiměsíční průměr obchodování a cenu, za jakou nakoupil, ne však nižší než 85 procent nákupní ceny. V praxi bude nabídková cena pravděpodobně vyšší než 85 procent nákupní ceny. Vzhledem k pravděpodobné konvergenci trhu a potenciální nabídkové ceny bonus za majoritu pravděpodobně nepřesáhne deset procent.

Dlouhodobé výhody prodeje Českého Telecomu na kapitálovém trhu:

■ **Ekonomika bez přístupu na kapitálový trh je jako ryba bez vody.** Po stažení Českých radiokomunikací, Unipetrolu a Českého Telecomu by se na pražské

burze obchodovalo kontinuálně jenom pět titulů, z nichž pouze ČEZ a Zentiva jsou nezávislé společnosti s těžištěm v České republice. Tento úpadek trhu omezí růst českých podniků, které se bez akciového trhu musí financovat dluhem a drahými přímými investicemi. Dlouhodobě mezi pracovními příležitostmi převládá pobočky zahraničních firem, které většinu zisku odvádějí mimo území České republiky a mimo něj také rozhodují. Ekonomika, která si nemůže sáhnout na kapitálový trh přes vlastní společnosti (takzvané vlajkové lodě), je odsouzena k dlouhodobému „příštipkaření“ se sociálními dopady, jež zatím nebyly dostatečně vysloveny. Nejde totiž o záchranu pár burziánů, nýbrž o schopnost společnosti se ekonomicky rozvíjet. ■ **Český kapitálový trh (kde se obchoduje kontinuálně sedm titulů) přestane**

Ekonomika, která si nemůže sáhnout na kapitálový trh přes vlastní společnosti, je odsouzena k dlouhodobému příštipkaření

upadat a začne dohánět Maďarsko (22 titulů) a Polsko (přes 177 titulů).

■ Vzhledem k lobbistickým intervencím a strukturálním komplikacím provázejícím prodeje strategickým partnerům může být vstup na trh až o rok rychlejší.

■ **Není třeba nic dělit.** Investoři uvítají integraci Českého Telecomu a Eurotelu.

■ **O cenné papíry je v Česku mimořádný zájem.** To bylo prokázáno Zentivou, prodejem balíku KPN a raketovým růstem akcií ČEZ.

■ **Čeští občané, jejich podílové fondy a penzijní fondy budou moci investovat také přímo.** Dnes valná část úspor občanů putuje přes fondy do New Yorku, Londýna a Tokia, a globální korporace je zpětně investují i v Česku. Je vhodné také část investovat přímo.

■ **Nižší riziko pro stát.** Tržní řešení přenáší více rizika na investiční banku organizující emisi zejména v případě silných garancí pro stát ohledně ceny.

Pokud připustíme, že privatizace je nejenom o krátkodobém výnosu do státní pokladny, ale také o dlouhodobé prosperitě ekonomiky, je zřejmé, že privatizace přes trh je prospěšnější.

JAN PRAVDA, *Pravda Capital*

PLACENÁ INZERCE

[www.unicorn.cz](http://www.unicorn.cz)

**Chcete změnit SYSTÉM?**  
**Máme revoluční zkušenosti!**

Již čtrnáct let vám poskytujeme profesionální služby v oboru informačních systémů a technologií. Vytváříme pro vás špičková řešení. Disponujeme týmem zkušených profesionálů i zázemím kapitálově silné společnosti. Svými zkušenostmi jsme schopni pomoci změnit váš systém.

**UNICORN**  
TAK SE DĚLÁ SOFTWARE