



# “Neresna” ponudba Igorja Laha

**Matjaž Polanič**  
**Primož Cirman**  
**Vesna Vuković**

**Ljubljana** – Največji lastniki Pivovarne Laško po naših informacijah ponudbe za prevzem, ki jo je včeraj objavil pivovski mogotec **Igor Lah** oziroma njegov holding KS Naložbe, ne bodo sprejeli. V neformalnih pogovorih so bankirji ponudbo Laha označili celo kot neresno, njihovo mnenje pa deli tudi pretežni del poslovne javnosti.

Za delnico Pivovarne Laško so namreč KS Naložbe delničarjem ponudile devet svojih obveznic v skupni nominalni vrednosti devet evrov, medtem ko se njihova realna vrednost ocenjuje na največ pet evrov. To pomeni, da bi KS Naložbe prevzem Pivovarne Laško stal 78,7 milijona evrov (brez obresti v letni višini okoli pet milijonov evrov), pri čemer bi ga dejansko z dolgoročnim kreditom po zelo ugodni obrestni meri financirali delničarji.

## Bankirji zadržani, uprava (še) brez mnenja, mali delničarji proti

Ti namreč do konca leta 2014 od KS Naložb zaradi triletnega moratorija ne bi dobili niti evra glavnice, temveč le obresti. Zadnji obrok bi tako za delnice Laškega prejeli šele junija 2021. »Banka si nikoli ne želi biti deset let izpostavljena do nekoga, za katerega ne ve, kaj se bo z njim v tem obdobju dogajalo,« nam je včeraj dejal vir blizu ene od bank – lastnic Laškega, ki so do ponudbe, milo rečeno, skeptične tudi zaradi dejstva, da so bile delnice pivovarne ob zasegu pred natanko dvema letoma vredne dobrih 30 evrov. »Razmere danes so bistveno drugačne. Skupina Pivovarna Laško je zelo zadolžena. Če se le ena od bank ne odloči za reprogramiranje, bo v hudih težavah,« je včeraj komentiral direktor KS Naložb **Blaž Vodopivec**.

V neuradnih krogih se je včeraj špekuliralo, da bo Lah v postopku prevzema ponudbo zvišal, delničarjem pa naj bi poleg večjega števila obveznic ponudil del plačila kupnine v denarju. Iz uprave pivovarne, ki jo vodi **Dušan Zorko**, so včeraj sporočili, da se bodo »o ponudbi izrekli, ko jo bodo preučili, delničarji pa bodo morali ponudbo ovrednotiti sami«. Pri tem niso ko-

mentirali navedb iz KS Naložb, da je Pivovarna Laško podjetje na robu insolventnosti. S prevzemnim prospektom se je po naših informacijah seznanil tudi nadzorni svet pivovarne in po prvem pregledu ocenil, da ponudba ne odraža resnične vrednosti podjetja.

»Te ponudbe po mojem mnenju ne bo sprejel noben delničar Pivovarne Laško, saj je ponudba prenizka in ne predvideva niti dela plačila v denarju,« meni predsednik društva **malih delničarjev** MDS **Rajko Stanković**, ki je na julijski skupščini KS Naložb pohvalil Lahovo namero za prevzem, zdaj pa pričakuje, da jo bo Lah pred iztekom roka popravil in izboljšal.

## Prevzem Laškega bi dolgoročno kreditirali delničarji

Vse naštetu bržčas tudi pojasni, zakaj Lah pred objavo ponudbe ni želel razkriti, kje je dobil kapital za prevzem, ki ga je imel po lastnih trditvah že zagotovljenega, »saj se v nasprotnem primeru tega ne bi lotil«. Ponudba z obveznicami je KS Naložbam privar-

čevala tudi stroške bančne garancije, saj te družbi pri tovrstnem načinu financiranja prevzema ni bilo treba predložiti. Poleg tega, da je Lah za rok izteka prevzemne ponudbe določil 30. september, kar pomeni, da bo prevzem trajal precej dlje ob običajnega meseca dni, v njej ni določil praga uspešnosti. To je včeraj sprožilo val špekulacij o ozadnih njegovega manevra, o čemer pišemo v prispevku na naslednji strani. A Lah, ki je pred dvema letoma Infondu Holdingu **Boška Šrota** poslal ponudbo za odkup skoraj četrtine Mercatorja, je še pred dnevi dejal, da »gre za običajen finančni posel«. »Trenutno je pravi trenutek za prevzem,« je še poudaril.

Pri tem je ključen podatek, da bi delničarji pivovarne, ki bi sprejeli Lahovo ponudbo, slednjemu dejansko dali desetletno posojilo pod pogoji, ki so bistveno boljši, kot bi si jih Lah lahko izpogajal pri kateri koli banki. Donos desetletnih obveznic KS Naložb je namreč celo nižji kot donos desetletnih državnih obveznic, ki imajo trenutno okoli 5,3-odstotni donos. Trenutni donos obveznice KS Naložb na drugi strani znaša okoli 4,8 odstotka (šestmesečni euribor, povečan za tri odstotne točke), donos ob-

veznic pa je navzgor celo omejen – s tako imenovano »kapico«, ki jo je Lah določil pri šestih odstotkih. V primeru morebitnega stečaja KS Naložb bi bili imetniki obveznic (družba za te sicer jamči s celotnim premoženjem) v enakem položaju kot vsi preostali nezavarovani upniki, saj obveznice niso posebej zavarovane oziroma nimajo nobene garancije.

## Ponudba v »junk« obveznicah

Obveznice KS Naložb se sicer po ocenah analitikov uvrščajo v tako imenovano skupino »junk« obveznic z izredno visokim tveganjem in so kot take tudi neprimerne za male in nepoučene investitorje. V primeru izdaje 78,7 milijona evrov obveznic bi se drastično povečal tudi finančni vzvod KS Naložb, saj bi se delež kapitala v financiranju družbe spustil vse do meje 25 odstotkov. Če bi torej želele KS Naložbe nemoteno plačevati zgolj obresti za obveznice, bi morale iz Laškega vsako leto dobiti za najmanj šest milijonov evrov dividend. To je skoraj polovico več, kot je Laško v katerem koli letu svojega poslovanja izplačalo svojim delničarjem, glede na visok finančni dolg pa izplačila dividend vsaj v naslednjih letih ni mogoče niti pričakovati.

Ocen, da so delničarjem ponudili »junk« obveznice, v KS Naložbah niso želeli komentirati. Povedali so le, da bodo o tveganosti obveznic presojali finančni trgi. Na vprašanje, ali pričakujejo, da se bo kateri od večjih lastnikov na ponudbo sploh odzval, so odgovorili pritrdilno. Da delničarjem Pivovarne Laško za delnice niso ponudili denarja, pa so označili za »poslovno odločitev«.

Tveganosti obveznic so se očitno zavedali tudi v KS Naložbah, kjer so v prospektu za izdajo obveznic zapisali, da bodo te ponudili manj kot 100 nepoučenim investitorjem. Toda s tem, ko so obveznice ponudili skoraj 7700 delničarjem Laškega, so posledično prekršili tudi določila iz prospekta. Kršitev prospekta direktor KS Naložb **Blaž Vodopivec** zavrača, pri čemer se sklicuje na izjemo v zakonu o prevzemih. S tem, ko je Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP) potrdila prevzemni prospekt, se namreč šteje, da je posledično izdala tudi odločbo o potrditvi prospekta glede vseh nadomestnih vrednostnih papirjev, zatrjuje Vodopivec.

### Lah je spet našel luknjo v zakonodaji

Odgovor ATVP, ki jo vodi **Damjan Žugelj**, na vprašanje, zakaj je sploh potrdila prospekt, daje zgodbi novo razsežnost. Očitno je namreč Lah, ki je v desetletju in pol spretno hodil po robu tranzicijske (prevzemne) zakonodaje, v njej našel novo luknjo. Čeprav aprila 2004 sprejeta prevzemna direktiva evropskega parlamenta in sveta določa, da mora prevzemnik v primeru, če delničarjem v okviru nadomestila ne ponudi likvidnih vrednostnih papirjev, ki so uvrščeni na organiziran trg, vključevati tudi možnost nadomestila v gotovini, teh določb v slovenski prevzemni zakonodaji tudi sedem let kasneje ni.

Povedano preprosteje, če bi slovenski zakonodajalci v pravni red vključili omenjeno direktivo, Lahu tovrstne ponudbe sploh ne bi uspelo spraviti mimo ATVP. Tam so nam tako na vprašanje, zakaj Lahu niso predpisali podrobnejših lastnosti, ki jih morajo izpolnjevati nadomestni vrednostni papirji, odgovorili, da drugačne ureditve, kot je določena z zakonom, ATVP ne more predpisati. Dodali so, da na to dejstvo že od začetka leta 2009 neuspešno opozarjajo ministrstvo za gospodarstvo.

Mimogrede, če bi bila slovenska zakonodaja prilagojena omenjeni direktivi, bi morda agencija morala prižgati rdečo luč tudi prevzemu Term Čatež,

ki sta ga DZS in Delo Prodaja leta 2008 financirali z obveznicami, te pa danes dosejajo le polovico vrednosti iz obdobja prevzema. Omenjena direktiva namreč državam članicam dopušča, da lahko določijo, da se mora nadomestilo v gotovini pri vseh prevzemih ponuditi vsaj kot alternativa.

### Lahovi trdijo, da jim svetuje Alta, tam to zanikajo

Kdo Igorju Lahu pomaga pri naskoku na Pivovarno Laško? Poleg Ilirike, ki izvaja prevzem, KS Naložbam pri njem svetuje tudi družba Poteza Podjetniške finance, ki je v lasti **Branke**

**Remškar** ter Poteze Skupina **Branka Drobnaka** in **Draga Simčiča**. KS Naložbe v prevzemnem prospektu med svetovalci omenjajo tudi Alto Invest, vendar so včeraj to v družbi zanikali in zatrдили, da KS Naložbam ne svetujejo niti pri obveznici, od KS Naložb ali družbe Poteza Podjetniške finance pa niso prejeli nikakršne provizije. Po neuradnih informacijah Lahu pri izpopolnjevanju, javnem nastopanju in komunikaciji pomaga tudi **Marta Kos Marko**.

poslovni@dnevnik.si

## Borzniki enotni: Ponudba je neresna

»Ponudba KS Naložb je neresna, tovrstno ponudbo pa bi lahko objavil vsak. Ponudba na trg vnaša tudi veliko negotovost in ne prispeva ničesar k ureditvi finančnih razmer v Skupini Pivovarna Laško,« je bil včeraj kritičen glavni izvršni direktor Skupine Alta **Aleš Škerlak**. Z njim se strinja tudi vodja investicijskega bančništva v banki Hypo **Jani Javornik**, ki opozarja, da so KS Naložbe »ponudile obveznico, ki je (in bo) nelikvidna, povrhu pa se bo zaradi bonitete izdajatelja gibala veliko pod nominalno vrednostjo«. »Iz tega lahko sklepamo, da gre pri tej ponudbi za oviranje razdolževanja Pivovarne Laško ali pa si je Lah pustil manevrski prostor za morebitni dvig ponudbe,« meni Javornik, ki z obstoječo ponudbo ne vidi delničarja Pivovarne Laško, ki bi sprejel ponudbo. Kot dodaja član uprave družbe KD Skladi **Matej Tomažin**, je pri ponudbi odprtih več vprašanj. »Vlagatelji ne morejo natančno oceniti, kakšna je sploh sposobnost KS Naložb, da izpolnijo svoje obveznosti, poleg tega pa je tudi vprašanje, ali je sama ponujena cena in donosnost obveznice primerna,« izpostavlja Tomažin in dodaja, da je ena od težav tudi kredibilnost samega izdajatelja, ki doslej med vlagatelji ni izkazal zaupanja. »Očitno je, da cilj ni pridobitev večinskega lastniškega deleža, o dejanskem motivu pa ne bi želel spekulirati,« ocenjuje **Gasper Dovč** iz Triglava DZU, ki prav tako meni, da je prevzemna cena prenizka, KS Naložbe pa s takšno ponudbo ne morejo dobiti večjega paketa delnic.

Nadzorni svet Pivovarne Laško je včeraj za nova člana uprave imenoval Marjeto Zevnik in Mateja Oseta. Iz Laškega so sporočili, da bo Zevnikova prevzela področje pravnih, kadrovskih in splošnih zadev, Oset pa bo zadolžen za področje proizvodnje in tehnike. Nadzorniki so obravnavali tudi polletne rezultate, ki naj bi bili v povprečju za štiri do pet odstotkov boljši kot v enakem obdobju lani.

## Zamegljena finančna slika Lahovih KS Naložb

Čeprav bi morale KS Naložbe v prevzemnem prospektu predstaviti jasno finančno sliko, ki bi delničarjem omogočila ovrednotenje ponujenih obveznic, iz objavljenih podatkov ni mogoče potegniti jasnih zaključkov o trenutnem finančnem stanju družbe. Večino premoženja, in sicer kar 29,6 milijona evrov od skupno 40 milijonov evrov, imajo namreč KS Naložbe investiranega v ciprsko družbo G. I. Dakota Limited, preostalih 9,5 milijona evrov pa predstavljajo kratkoročna posojila. Ker v KS Naložbah doslej še nikoli niso razkrili bilanc ciprske družbe, je dejansko nemogoče oceniti, po kakšnih cenah v družbi vrednotijo posamezne naložbe. To je še toliko bolj problematično, ker ima G. I. Dakota Limited po dosegljivih podatkih v lasti le netržne naložbe, med katerimi izstopajo nelikvidne delnice elektrodistributerjev ter 12-odstotna deleža Fotone in Elektrooptike. Vse od ustanovitve leta 2006 KS Naložbe, ki so nastale z oddelitvami in pripojitvami delov več pooblaščenih investicijskih družb, niti v enem letu niso dosegle omembe vrednega dobička. V zadnjih dveh letih so KS Naložbe izkazovale celo izgubo, s katero naj bi v družbi poslovali tudi v letošnjem letu.



**Kakšnega aduta še ima v rokavu Igor Lah (na fotografiji) po tistem, ko s svojo ponudbo včeraj ni prepričal ne večjih lastnikov Pivovarne Laško ne borznikov?**