

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**PROBLEMATIKA PREJEMKOV POSLOVODSTEV  
V DRUŽBAH V DRŽAVNI LASTI**

Ljubljana, september 2016

ALEŠ KORŠIČ

## IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Aleš Koršič, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Problematika prejemkov poslovodstev v družbah v državni lasti, pripravljene v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Sergejo Slapničar.

### IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 23. 9. 2016

Podpis študenta: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1 TEORETIČNA IZHODIŠČA GLEDE PREJEMKOV VODSTEV V DRŽAVNIH DRUŽBAH</b> .....	<b>4</b>
1.1 Lastniki .....	7
1.2 Organi vodenja ali nadzora .....	8
1.3 Deležniki .....	9
1.4 Primerna politika prejemkov .....	10
1.5 Plačilo za dosežke .....	11
<b>2 TEORIJE, KI POJASNJUJEJO PREJEMKE MENEDŽMENTA</b> .....	<b>13</b>
<b>3 PRAVNI OKVIRJI PREJEMKOV MENEDŽMENTA</b> .....	<b>16</b>
3.1 Mednarodni okvirji.....	20
3.2 Pravna regulacija v Sloveniji .....	23
3.3 Struktura prejemkov vodstev .....	29
<b>4 NEODVISNOST ČLANOV ORGANOV NADZORA</b> .....	<b>32</b>
<b>5 PREGLED POLITIKE PREJEMKOV V KONKRETNIH DRUŽBAH</b> .....	<b>35</b>
5.1 Tujina.....	36
5.1.1 Nama .....	36
5.1.2 Sareb.....	39
5.1.3 Reverta .....	42
5.2 Slovenija .....	45
5.2.1 Družba za upravljanje terjatev bank, d.d. (DUTB, d.d.) .....	45
5.3 Primerjava prejemkov v izbranih slabih bankah.....	50
5.3.1 Slovenski državni holding, d.d. (SDH, d.d.) .....	52
5.3.2 Kapitalska družba, d.d.....	53
5.3.3 Odvisne družbe .....	57
<b>6 OBLIKOVANJE PRIPOROČIL ZA PREJEMKE UPRAVE V DUTB</b> .....	<b>59</b>
6.1 Uvod .....	59
6.2 Namen.....	60
6.3 Temeljne predpostavke.....	60
6.4 Predlagana politika prejemkov DUTB .....	62
<b>SKLEP</b> .....	<b>65</b>

## LITERATURA IN VIRI ..... 67

### KAZALO TABEL

Tabela 1:	Razvrščanje družb po velikosti in kompleksnosti poslovanja .....	27
Tabela 2:	Razponi plač po stopnjah zahtevnosti vodenja družbe.....	27
Tabela 3:	Imenovanja glavnega izvršnega direktorja in prejemki v družbah v državni lasti v Evropi .....	32
Tabela 4:	Pojasnilo stroškov prejemkov in sejin v družbi Sareb .....	42
Tabela 5:	Shema nagrajevanja poslovne uspešnosti članov uprave družbe za leto 2014 ..	44
Tabela 6:	Ciljne vrednosti kazalnikov poslovanja družbe DUTB.....	48
Tabela 7:	Primerjava uspešnosti družb v letu 2014 in prejemkov izvršnih direktorjev oziroma članov uprav .....	51
Tabela 8:	Stanje števila kapitalskih naložb SDH .....	52
Tabela 9:	Podatki o sestavi finančnih sredstev družbe Kapitalska družba, d.d. (v tisočih EUR) .....	54
Tabela 10:	Primerjava prejemkov vodstev v družbah v lasti DUTB pred in po vstopu v lastniško strukturo na dan 31. 12. 2015 .....	57
Tabela 11:	Kriteriji za merjenje uspešnosti družbe DUTB (v%) .....	64

### KAZALO SLIK

Slika 1:	Struktura skupine Nama.....	37
Slika 2:	Struktura portfelja družbe NAMA na dan 31. 12. 2010 v % .....	37
Slika 3:	Struktura portfelja družbe Sareb na dan 31. 12. 2013 v % .....	39
Slika 4:	Struktura portfelja družbe Reverta na dan 31. 12. 2012 v % .....	43
Slika 5:	Struktura portfelja družbe DUTB na dan 31. 12. 2013 v % .....	46
Slika 6:	Primerjava višine bruto prejemkov izvršnih direktorjev družbe DUTB .....	49
Slika 7:	Gibanje višine prejemkov izvršnih direktorjev družbe DUTB za obdobje od januarja do junija 2015 in 2016.....	50
Slika 8:	Primerjava višine prejemkov izvršnih direktorjev družbe DUTB za mesece december 2014, december 2015 in julij 2016. ....	50
Slika 9:	Povprečen mesečen prejemek izvršnih direktorjev oziroma člana uprave v letu 2014 .....	51
Slika 10:	Primerjava povprečnih mesečnih prejemkov izvršnih direktorjev in članov uprav družb KAD, SDH in DUTB v letu 2014.....	56
Slika 11:	Delež prejemkov članov uprav in izvršnih direktorjev v stroških dela za leto 2014 v družbah KAD, SDH in DUTB.....	56
Slika 12:	Primerjava višine prejemkov v zasebnih družbah in družbah v lasti DUTB (srednje velike in velike družbe) .....	58

## UVOD

Ali bi zasebni investitor vložil denar v podjetje, v katerem vodstvo družbe prejema zgolj fiksni znesek prejemka in kjer se prejemki ne spreminjajo glede na poslovni uspeh podjetja? Odgovor je najbrž nikalen, saj je primarni cilj, ki ga zasleduje večina vlagateljev, maksimiranje dobička, kar je največkrat povezano z uspešnim poslovanjem podjetja. V določeni meri je uspešnost lahko zgolj posledica spleta določenih okoliščin, ki vplivajo na uspešnost. Uspešno poslovanje podjetja je temeljna naloga vsakega vodstva. Poslovna uspešnost pa je lahko precej odvisna od različnih oblik motivacije vodstva, med katere sodijo tudi prejemki.

V družbah, kjer je država edini lastnik, vodstva družb zastopajo interese lastnika, pa tudi interese širše javnosti. Podjetja v državni lasti (v najširšem pomenu definicije) imajo močan vpliv na vsakodnevno življenje državljanov in močno prispevajo k ekonomski rasti posameznih držav pod pogojem, da delujejo v urejenem in konkurenčnem okolju. Mnoge vlade se zavedajo potrebe po večji profesionalizaciji in večji avtonomiji vodstev družb, ki vključuje tudi večjo zaščito pred političnimi vplivi, kar posledično pomeni tudi večjo neodvisnost pri odločanju. Korak k izboljšanju delovanja vodstev družb predstavlja tudi njihova sestava, ki mora omogočati ustrezno kombinacijo znanj in izkušenj. Učinkovitost vodstev je tako odvisna od njihove sestave, ta pa je močno odvisna od pravilno strukturiranega in transparentnega postopka imenovanja članov vodstev, ki onemogoča ali zmanjšuje neposreden vpliv politike. Politično vmešavanje v postopke imenovanja namreč močno spodkopava konkurenčnost in legitimnost postopka. Primeri dobre prakse v različnih državah kažejo na uporabnost posebnih komisij ali strokovnih teles, ki zagotavljajo večjo transparentnost in strokovnost v procesu izbire članov vodstev.

Poleg nadzora, ki ga lastniki izvajajo nad vodstvom, je pomembno, da lastniki ustrezno nagradijo vodstva, tako da so njihovi prejemki konkurenčni, saj s tem omogočijo ustrezno podlago za kadrovanje. Teorija pričakovanj (angl. *expectancy theory*) pravi, da bo posameznik izbral določeno možnost glede na pričakovano nagrado. Posameznikova izbira je odvisna od velikosti nagrade in verjetnosti, da bo nagrado dobil. Navedeno pomeni, da je velikost obljubljenega plačila pomemben dejavnik pri plačah vodilnih (Zupan, 2001, str. 187).

Kako oblikovati sistem prejemkov na tak način, da bi služil kot spodbuda za doseganje čim boljših poslovnih rezultatov podjetja, hkrati pa bil s strani lastnikov priznan kot pravičen, upravičen in ustrezen?

Vprašanje prejemkov vodstev družb v državni lasti je dejansko politično vprašanje, saj javnost pričakuje, da so vodstva plačana »pošteno«, ni pa nobenega mnenja, podlage ali definicije o tem, kaj naj bi bilo »pošteno«. Prejemki družb v državni lasti naj bi bili sestavljeni tako, da zagotavljajo dolgoročne interese teh družb, hkrati pa tudi pogoje za

zaposlovanje kakovostnih vodilnih. V večini držav so prejemki vodstev v družbah v državni lasti pod tržnim povprečjem za primerljive sposobnosti, izkušnje in odgovornosti vodstev družb, in so omejeni (i) tako, da so zneski sejin omejeni; (ii) da so prejemki direktorjev omejeni navzgor z večkratniki povprečnih plač v družbah v državni lasti ali gospodarstvu in (iii) s plačnimi politikami, ki vključujejo omejitvene dejavnike, kot so velikost družbe, časovne zahteve in kvalifikacije direktorjev. Značilnost večine držav je, da vlade urejajo področje prejemkov in jih omejujejo po višini ter glede nagrad za člane organov vodenja in upravljanja. Takšne omejitve pri določanju prejemkov vodilnih v družbah v državni lasti pa lahko za kadrovanje nadarjenih posameznikov predstavljajo zelo velik izziv (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2005, v nadaljevanju OECD).

Na podlagi ugotovitev pri preučevanju konceptov urejanja vprašanja upravljanja prejemkov vodstev v družbah, kot del upravljanja družb, sem v magistrskem delu analiziral mednarodna priporočila glede prejemkov poslovodstev družb v državni lasti in prakse ne tem področju ter poskusil oblikovati lastna priporočila za konkretno družbo. Del priporočil je ustrezna politika prejemkov, ki mora biti naravnana tako, da lahko predstavlja podlago za kadrovanje najboljših strokovnjakov, hkrati pa omogoča pozitivno selekcijo.

Politika prejemkov bi morala zagotavljati podlago, ki bi omogočala:

1. privabljanje strokovnjakov na mednarodnem trgu;
2. razvoj, trajno ohranitev sodelovanja ter motiviranje visoko učinkovitih in motiviranih zaposlenih ter
3. konkurenčne prejemke, primerljive s prejemki družb v zasebni lasti.

Cilj naloge je seznanitev s problematiko izplačevanja prejemkov vodstev v družbah v državni lasti ali večinski državni lasti v nekaterih državah članicah Evropske unije in OECD<sup>1</sup> in konkretnih družbah ter predlagati konkurenčno naravnano politiko prejemkov za Družbo za upravljanje terjatev bank, d.d. (v nadaljevanju DUTB), ki je uporabna tudi za druge primerljive družbe. Tako oblikovana politika temelji na dobri praksi različnih oblik ureditev. Predstavil bom nekatere najbolj značilne oblike ureditev izplačevanja prejemkov vodstev družb v državni lasti ali delni državni lasti v državah Evropske unije in v OECD ter ureditve v določenih konkretnih primerljivih družbah v Sloveniji in v tujini. Družbe, ki jih bom predstavil, se ukvarjajo z upravljanjem sredstev ali/in naložb.

Koncept in kakovost politike prejemkov, ki sta poleg finančnih/poslovnih rezultatov najpomembnejši dejavnik, sta z vidika vlagateljev v zasebne družbe zelo pomembna pri odločanju, ali bodo v podjetje vlagali ali ne. Tudi državne družbe bi morale imeti zelo visoko

---

<sup>1</sup> Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj (OECD) je mednarodna medvladna organizacija, ki združuje 34 gospodarsko najrazvitejših držav članic.

raven kakovosti upravljanja, zato je smiselno, da je kakovost politike prejemkov v teh družbah na vsaj podobni ravni kot v družbah v zasebni lasti.

V prvem, teoretičnem delu magistrske naloge opisujem različne pristope v urejanju problematike prejemkov vodstev na splošno in podlage za določanje prejemkov v družbah v državni lasti v Sloveniji. V drugem delu, ki je aplikativen, pa poskušam oblikovati priporočila in sistem prejemkov, ki bi bil lahko uporabljen v družbah, omenjenih v nalogi, ali kakšni primerljivi družbi. Taka rešitev po mojem mnenju lahko privede do minimiziranja stroškov delovanja družbe, torej stroškov, ki so povezani z ločitvijo lastništva in upravljanja, z namenom maksimiranja ciljev lastnikov.

Metode dela, ki sem jih uporabil pri izdelavi magistrske naloge, temeljijo predvsem na proučevanju teoretičnih podlag obravnavane tematike ter preučevanju ureditev v konkretnih družbah doma in v tujini.

Pri izbiri metodološkega dela sem se naslonili na strokovno literaturo tujih in domačih avtorjev, vire, prispevke in članke s sodobnimi teoretičnimi spoznanji s področja proučevane tematike. Ugotovljena spoznanja sem skušal prenesti na konkreten primer koncepta politike prejemkov, ki bi ga bilo moč aplicirati v konkretnem podjetju.

Magistrsko delo je sestavljeno iz šestih poglavij in več podpoglavij. Prvi dve poglavji sta namenjeni teoretičnim izhodiščem, v katerih predstavim izhodiščne točke magistrskega dela, s kratko predstavitvijo vlog lastnikov, vodstva in drugih deležnikov in uporabljeno terminologijo. V tretjem poglavju predstavim pravne okvirje, ki se nanašajo na obravnavano tematiko. V četrtem se dotaknem vprašanja neodvisnosti članov organov nadzora, ki nesporno vpliva na učinkovitost in uspešnost vodstev družb. Peto poglavje je namenjeno pregledu politike prejemkov v konkretnih družbah. V zadnjem, šestem poglavju oblikujem lastna priporočila, ki med ostalim zajemajo podlage, koncepte in smernice, proučevane in navajane v predhodnih poglavjih.

V magistrskem delu se ne omejujem na problematiko prejemkov, ki bi se nanašala le na posamično statusno pravno obliko gospodarske družbe ali dejavnost, s katero se posamična družba ukvarja, saj je to vprašanje skupno vsem družbam, ne glede na njihovo obliko ali dejavnost.

Pojem prejemkov obsega vse, do česar je posameznik upravičen na podlagi vnaprej dogovorjenega plačila za delo. Pod pojmom vodstvo mislim na neizvršne in izvršne direktorje v primeru enotirnega sistema in na člane uprav ter nadzornih svetov v primeru dvotirnih sistemov (Zakon o gospodarskih družbah, Ur.l. RS, št. 65/2009 – UPB3, 33/2011, 91/2011, 32/2012, 57/2012, 94/2012, 96/2013, 29/2014 – odl. US, čl. 253, v nadaljevanju

ZGD-1).<sup>2</sup> V nekaterih delih se omejujem na prejemke izvršnih direktorjev, kar tudi izrecno navajam. V magistrskem delu uporabljam za vodilne v podjetjih, ki se ukvarjajo z dnevnim poslovanjem, tudi izraz menedžment.

## 1 TEORETIČNA IZHODIŠČA GLEDE PREJEMKOV VODSTEV V DRŽAVNIH DRUŽBAH

Kot že mnogi avtorji tudi sam za izhodišče postavljam agencijsko teorijo (angl. *Agency theory*), v okviru katere je v ospredju vprašanje razmerja med direktorjem družbe (agent) in lastnikom (principal). S tem vprašanjem se je ukvarjal že Adam Smith v svojem delu iz leta 1776, Bogastvo narodov (angl. *The Wealth of Nations*), nato pa še Bearle in Means, ki sta v delu *The Modern Corporation and Private Property* leta 1932 razpravo nadgradila. Adam Smith je v svojem delu opozoril na težave, ki se pojavijo, ko vodstva podjetij ne upravljajo s svojim premoženjem, temveč s premoženjem drugih, in izpostavil, da skrbnost upravljanja s tujim premoženjem ni enaka stopnji skrbnosti upravljanja z lastnim premoženjem, kar je tudi osrednja dilema teorije, ki se nanaša na ločitev med lastništvom in upravljanjem (angl. *separation of ownership and control*), (Fama & Jensen, 1983).

Jensen in Meckling (1976, str. 5) opredeljujeta agencijsko razmerje (angl. *agency relationship*) kot pogodbo, s katero ena ali več oseb (principal/i) najame/jo drugo osebo (agent), da za njih izvaja določene storitve, ki zajemajo tudi odločanje v imenu principala.

Ko podjetja rastejo, jim sledijo tudi večje težave. Te se kažejo v vse težjem obvladovanju podjetij s strani lastnikov, zato se na neki točki lastniki odločijo, da bodo vodenje podjetja prepustili nekomu drugemu. To pa je pripeljalo do razvoja t. i. teorije o principalu in agentu (angl. *Principal/Agent theory*).

V literaturi lahko zasledimo dve teoriji glede pojmovanja družbe kot gospodarskega subjekta. Ivanjko in Perčič (v Zajc, 2004, str. 40) pravita, da je gospodarska družba, po evropskem pojmovanju družbe, pravna oseba, asociacija, ki ima skupne cilje in interese. Teorija temelji na stališču, da je družba nosilec podjetništva in kot pravna oseba nosilec pravic in obveznosti podjetja. Pravita tudi, da je po drugi strani podjetje skupek organiziranega premoženja oziroma sredstev. Ta sredstva so namenjena opravljanju gospodarske dejavnosti. Podjetje nastopa na trgu v javni obliki družbe. Interesi podjetja so predvsem v zagotavljanju neomejenih rezerv, ugodnih razmer za delo, sredstev za visoke plače in možnosti razvoja, kar pa je lahko ravno nasprotno interesom oziroma ciljem družbe. Velik del anglosaške literature pa pojmuje družbo drugače kot evropska pravna teorija, in

---

<sup>2</sup> Izbira sistema vodenja:

1. Organi vodenja ali nadzora so uprava, upravni odbor ali nadzorni svet.
2. Družba lahko izbere dvotirni sistem upravljanja družbe z upravo in nadzornim svetom ali enotirni sistem upravljanja družbe z upravnim odborom.



sicer kot splet pogodb med družbo na eni strani in različnimi subjekti na drugi strani. Družba je po tej teoriji le fikcija in ne asociacija, zato ne more imeti svojih interesov in ciljev. Tako ostanejo le cilji delničarjev/lastnikov kot primarni cilji družbe.

Ne glede na razlike med evropskim in anglosaškim pojmovanjem družbe imata oba sistema enak cilj. Ta cilj je pridobivanje dobička za družbo, za delničarje/lastnike pa maksimiranje vrednosti njihove investicije.

Vsak sistem upravljanja podjetij mora odgovoriti na temeljno vprašanje. Kaj je temeljni cilj podjetja in za čigave koristi naj deluje? Ali naj podjetje deluje zgolj z namenom pridobivanja dobička ali tudi za splošno blaginjo? Ureditve upravljanja podjetij v ZDA zasleduje predvsem pridobivanje dobička. Zaradi takšne ureditve ga imenujemo delničarski model vladanja podjetjem (angl. *Shareholder model of Corporate Governance*). V Evropi je vodilo pri upravljanju družb drugačno. Tu gre tudi za družbeno odgovornost. V državah Evrope pravo in politika poleg lastnikov izpostavljata še ostale skupine. Te skupine vključujejo zaposlene, dobavitelje, upnike, civilne organizacije in širšo družbeno skupnost ter jih imenujemo deležniki (angl. *Stakeholders*), takšno ureditev pa »deležniški model« (angl. *Stakeholder model*). Odločitev za en ali drugi sistem je najbrž odvisna tudi od kulturnih razlik med državami in javnega mnenja prebivalstva. Razlike med enim in drugim sistemom lahko na neki način opredelimo kot usmerjenost k posamezniku v angloameriški ureditvi in usmerjenost k skupnosti v evropski ureditvi. Evropske države poudarjajo vlogo in pomen skupnosti, v ZDA pa so v ospredju individualne vrednote (Salacuse, 2002).

V sistemu, kjer imajo deležniki pomembno vlogo, lahko dejansko vplivajo na delovanje in lahko skozenj uresničujejo svoja pričakovanja, čemur pa zagovorniki »delničarskega modela« nasprotujejo. Slednji pravijo, da se s pretiranim ukvarjanjem z vprašanjem družbene odgovornosti odvrta menedžerje od temeljnega cilja, ki je v ustvarjanju dobička. Tak sistem po njihovem prepričanju spodkopava pojem privatne lastnine, povečuje moč menedžmenta in zmanjšuje moč nadzora lastnikov. Odgovornost menedžmenta do lastnikov je tako močno zmanjšana (Jackson, 2011).

Formalna struktura upravljanja družb je primarno razdeljena med tri skupine udeležencev. Med primarno strukturo upravljanja družb uvrščamo (i) lastnike oziroma delničarje ter (ii) upravo in nadzorni svet ali upravni odbor. V sekundarno strukturo vodenja in upravljanja štejemo zunanje skupine udeležencev in institucij, imenovane interesni udeleženci ali deležniki (angl. *stakeholders*), ki sodelujejo pri upravljanju in vodenju družb. Med slednje lahko uvrstimo posojilodajalce in posamezne trge, na primer finančni trg, trg menedžerske delovne sile, trg produktov in nadzorne institucije, ki imajo stik z družbami (Zajc, 2004, str. 41).

Združenje nadzornikov Slovenije (2016, v nadaljevanju ZNS) na svojem spletnem mestu, definira korporativno upravljanje kot sistem strukturno in postopkovno opredeljenih

odnosov med različnimi udeleženci v družbi. ZNS navaja, da se pri korporativnem upravljanju vzpostavi določeno razmerje in skupek postopkov ter medsebojnih odgovornosti med upravo, delničarji in nadzornim svetom, pa tudi ostalimi organi družbe. Korporativno upravlja zagotavlja strukturo, preko katere se oblikujejo cilji družbe in načini za doseganje teh ciljev ter nadzorovanje poslovanja. Je torej sistem, v okviru katerega se načrtuje pot k dolgoročni uspešnosti družbe. Del korporativnega upravljanja je tudi politika prejemkov vodstev družb.

Dejstvo je, da brez ustrezne, privlačne in tržno naravnane politike prejemkov ni mogoče zaposlovati kadrov, ki bi zagotavljali ustrezno kakovost. Pri določanju ustrezne politike prejemkov pa je treba upoštevati tudi vprašanje, na kakšnem trgu določena družba posluje. V kolikor gre za odprt trg, kjer je konkurenca velika, je treba upoštevati zakonitosti tega trga. Če pa gre za ozek, zaprt trg brez ustrezne konkurence, so pogoji precej drugačni in temu primerno se mora odzvati tudi družba pri sestavi politike prejemkov.

Ni dvoma, da je finančna kriza zadnjih let pustila velik pečat v sistemu prejemkov v družbah na splošno, še posebej pa glede prejemkov vodstev družb. V nadaljevanju bomo videli, da se je reševanje teh vprašanj med družbami razlikovalo. Najbolj so bile na udaru finančne institucije, predvsem banke. V obdobju krize in po njej je bilo največ pozornosti namenjene upravljanju družb na splošno, pa tudi upravljanju prejemkov (angl. *remuneration governance*) kot zelo pomembnemu delu upravljanja družb.

Urejen sistem upravljanja družb (ureditev prejemkov je del sistema) je ena od temeljnih ločnic med urejenimi in v prihodnost naravnanimi družbami, ki se zavedajo pomena transparentnosti v odnosu do lastnikov ter drugih deležnikov, in družbami, ki temu posvečajo manj pozornosti.

Problematika prejemkov vodilnih v družbah je tema, s katero se lastniki podjetij nenehno srečujejo in jo poskušajo urejati na način, ki omogoča ravnotežje med pričakovanji vodilnih v podjetjih in pripravljenostjo lastnikov, da ustrezajo tem pričakovanjem. Problematika je lastna zasebnim družbam in družbam, kjer ima država stoddotni ali večinski delež. Razlika je v dojemanju lastništva in upravljanju lastništva ter pristopu lastnikov k reševanju omenjene problematike v enem in drugem primeru.

V svojem delu se osredotočam na problematiko prejemkov vodstev družb v državni lasti, ki se od zasebnih družb ne razlikujejo zgolj po lastništvu, temveč tudi po načinu upravljanja družb. Dejansko so družbe v državni lasti bistveno manj odzivne na signale, ki prihajajo s trga. Pri tem mislim na prilagodljivost družb glede zagotavljanja vodstvenih prejemkov, s katerimi bi bilo omogočeno kadrovanje kakovostnih strokovnjakov.

## 1.1 Lastniki

Monks in Minow (2001, str. 81) pravita, da je lastništvo kombinacija pravic in odgovornosti do konkretne lastnine, ki so včasih bolj, včasih manj jasno definirane. Odgovornost do lastnine je najpomembnejši element v odnosu do lastnine. Lastnina je za lastnika »breme«, ki ga je treba znati obvladovati.

Vložena sredstva naj bi prinašala maksimalne možne donose, od lastnikov pa je odvisno, kako in v kakšni obliki naj se donosi razdelijo. Lahko se delijo v obliki dividend oziroma dobička ali s ponovnim vlaganjem v družbo, lahko pa tudi s tem, da se določeni proizvodi kupujejo po ceni, ki je višja od tržne, ali prodajajo po ceni, ki je manjša od tržne, in podobno. Za gospodarske družbe se v glavnem predpostavlja, da naj bi maksimirale premoženje delničarjev (Zajc, 2004, str. 16).

Delničarji oziroma lastniki morajo imeti možnost nadzora nad vodstvom podjetja in vpliva na pomembne odločitve podjetja. To pa pomeni tudi večjo vlogo delničarjev kot lastnikov. Od lastniške strukture je zato močno odvisno, ali bodo delničarji lažje ali težje nadzirali delovanje in obnašanje vodstva podjetja. Boljši nadzor bo dosežen v podjetjih, kjer je lastništvo bolj koncentrirano.

Za Evropo je značilno koncentrirano lastništvo, kar je lastnost notranjega sistema upravljanja, ki posledično močno vpliva na prejemke vodilnih v družbah. Obstoj velikih delničarjev, institucionalnih delničarjev, katerih predstavniki največkrat sedijo v nadzornih svetih evropskih podjetij, precej otežuje delovanje menedžmenta in zmanjšuje možnost oportunitetnega delovanja menedžerjev v lastno korist. Lastniki v koncentriranem lastništvu lahko bolj aktivno izvajajo svoje pravice in tako močneje vplivajo na delovanje in obnašanje menedžmenta, katerega naloga je, da ščiti interese lastnikov.

Prejemki menedžerjev, ki niso hkrati lastniki družb, bodo vedno določeni z neposrednim pogajanjem z lastnikom. (Medoff, Brown, & Hamilton, 1990; Watson, Storey, Wynarczyk, Keasey, & Short, 1994). Navedeno drži tudi v praksi, saj je večina menedžerskih pogodb individualnih. Določanje plačil menedžerju, ki je hkrati tudi lastnik, pa je vedno opredeljeno s preferencami, ki so v skladu s sedanjimi in prihodnjimi prihodki ter davčnimi ugodnostmi (Watson et al., 1994).

Okvir korporativnega upravljanja mora ščititi in omogočati izvajanje pravic delničarjev oziroma lastnikov. Temeljna dolžnost lastnikov je, da delujejo odgovorno in v skladu z dolgoročnimi cilji družbe. Pri svojem izvrševanju dolžnosti pa morajo imeti na voljo za uporabo vsa sredstva in možnosti, ki jih omogočata zakonodaja in praksa. Glavno »sredstvo«, ki ga imajo lastniki na razpolago, je možnost nastavitve oziroma imenovati osebe v organe nadzora in vodenja družb, preko katerih dosega svoje interese (OECD, 2004).

Kaj pa v primerih, ko je država večinski ali največji lastnik? Vse lastnike je treba obravnavati enako. Smernice OECD za korporativno upravljanje družb v državni lasti (OECD, 2015, str. 22) (angl. *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-owned Enterprises*) priporočajo, da se v vseh družbah, kjer država ni njihov edini lastnik, v celoti uporabljajo načela OECD o upravljanju družb. V večini držav članic OECD so pravice zasebnih lastnikov oziroma nedržavnih lastnikov zakonsko urejene (na primer dostop do informacij, glasovanje na skupščinah, prepoved diskriminacije ipd.).

Kadarkoli so v družbah v državni lasti lastniki deleža kapitala zasebni lastniki (institucionalni ali posamezniki), mora država njihove pravice priznavati in spoštovati. Država mora delovati kot vzoren dejavnik korporativnega upravljanja (Vlada Republike Slovenije, 2009, str. 9).

Država kot lastnik družbe po definiciji zasleduje širše interese (na primer družbeno odgovornost) in ne zgolj dobrih poslovnih rezultatov za vsako ceno. Interesi, ki jih zasledujejo zasebni lastniki, pa so pogosto v nasprotju z interesi države kot lastnika. Vsaka družba mora imeti jasno postavljene cilje. Poleg zasledovanja dobrih poslovnih rezultatov družbe zasledujejo še druge cilje, ki niso nujno v skladu z interesi vseh lastnikov. Seveda je najbolje, da se različni interesi uskladijo, a pri sklepanju kompromisov izgubljajo vsi.

## **1.2 Organi vodenja ali nadzora**

Člani organov družb so tisti, ki jim je bilo vodenje družb zaupano. So zaupniki, ki morajo delovati v najboljšem interesu družbe in njenih lastnikov, ki so jim zaupali to odgovornost. Predvsem člani organov vodenja, tisti, ki so soočeni z vsakodnevnimi poslovnimi odločitvami, morajo vso svojo skrb in prizadevanje vložiti v dobro delovanje družbe. Smernice OECD za korporativno upravljanje družb v državni lasti (OECD, 2015) navajajo, da je zagotavljanje varstva lastnikov, ki je temeljno vprašanje s področja upravljanja podjetij, mogoče le v primeru, ko imajo organi vodenja in nadzora dovolj velika pooblastila, so neodvisni in ustrezno nagrajeni. Upravni odbori, uprave in nadzorni sveti so centri vodenja in upravljanja podjetij.

Organi nadzora igrajo poglobitno nalogo pri spremljanju poslovanja posloводства in spremljanju doseganja donosov za delničarje. Med pravicami, ki jih imajo organi nadzora, je tudi možnost zamenjave menedžmenta, če cilji niso doseženi. Pomemben del obveznosti organov nadzora je tudi spremljanje ustreznosti prejemkov menedžmenta (Maher & Andersson, 2000, str. 14–15).

Bolj ali manj je v vseh državah podobno, da določbe glede delovanja uprav in/ali nadzornih svetov določajo, da morajo uprava, upravni odbor in nadzorni svet delovati samostojno, na

lastno odgovornost, s skrbnostjo vestnega in poštenega gospodarstvenika in v dobro družbe. Takšna določba je vsebovana tudi v našem ZGD-1 (263. čl., 1. odst.).<sup>3</sup>

Pri sprejemanju svojih odločitev morajo organi vodenja ali nadzora skrbeti za izogibanje konfliktom interesov. Svoje naloge morajo izvajati s skrbnostjo in preudarnostjo, vse v korist podjetij in njihovih lastnikov. Člani organov vodenja ali nadzora v družbah v državni lasti morajo imeti natančno opredeljen mandat poslovanja in nositi odgovornost za uspešnost poslovanja družbe. Delovati morajo v interesu družbe in so pri delovanju odgovorni lastnikom. Člani organov nadzora morajo pri postavljanju strategije družbe aktivno sodelovati s člani vodenja in izvajanje strategije dejavno spremljati. Organi nadzora morajo imeti vpliv na imenovanje uprave oziroma morajo odločati o imenovanju ter določati prejemke uprave. Temeljni pogoj za neodvisno in objektivno delovanje organov je njihova sestava. Vsi člani morajo izpolnjevati zahtevane kriterije in nositi enake pravne odgovornosti. Za zagotavljanje objektivne presoje je pomembna vsakršna materialna nepovezanost z družbo ali drugimi lastniki družbe ter politiko, kar urejajo izjave o razkritju potencialnih konfliktov interesov. Za učinkovito delovanje organov vodenja ali nadzora se priporoča ustanovitev določenih komisij (za prejemke, za revizijo, za obvladovanje tveganj). Nekaterе komisije so obvezne po zakonu (OECD, 2015, str. 69–76).

### 1.3 Deležniki

Cilj delovanja družbe je v povečevanju lastnikove vrednosti vložka. Družba pa mora učinkovito usklajevati ekonomske, socialne in druge vidike poslovanja. Povečevanje vrednosti lastnikovega vložka je možno le ob pogoju, da se interesi družbe uskladijo z interesi deležnikov, kot so zaposleni, dobavitelji, kupci, lokalna skupnost in splošno okolje kot celota. Pri tem pa je treba upoštevati tudi dejstvo, da so si ti interesi med seboj zelo različni in usmerjeni k ciljem posamezne skupine. Vodstvo podjetja si mora zato prizadevati, da se podjetje razvija z veliko mero skrbnosti do deležnikov.

Uspešno sodelovanje med menedžmentom in deležniki je ključ do medsebojnega spoštovanja. Pravica vsakega deležnika je, da je seznanjen z informacijami o podjetju, ki so pomembne za njegove interese. Odprtost in transparentnost sta temeljna pogoja za konstruktivno sodelovanje s podjetjem.

Družbe v državni lasti se morajo zavedati pomembnosti odnosov z deležniki. Dobri odnosi vsekakor pripomorejo k trajnostnemu razvoju družbe in njeni finančni situaciji. Politika države glede družb v državni lasti mora v celoti priznavati odgovornost družb do deležnikov. Družbe v državni lasti so dolžne priznavati in spoštovati pravice deležnikov in v tem okviru upoštevati načela korporativnega upravljanja OECD. Družbe v državni lasti, ki kotirajo na

---

<sup>3</sup> »Član organa vodenja ali nadzora mora pri opravljanju svojih nalog ravnati v dobro družbe s skrbnostjo vestnega in poštenega gospodarstvenika in varovati poslovno skrivnost družbe.«

borzi, so dolžne poročati o svojih odnosih z deležniki in ne smejo služiti za financiranje političnih aktivnosti (OECD, 2015, str. 57–60).

## 1.4 Primerna politika prejemkov

Oblikovanje pravilno uravnoveženega sistema prejemkov je odvisno od področja uporabe, zakonodaje in nadzora. Ta tema, še posebej pa višina in struktura prejemkov vodilnih, je od nekdaj osrednje vprašanje in zelo občutljivo področje upravljanja družb. Kritična ocena sistema prejemkov je bistvena, saj je sistem prejemkov močan vzvod za uravnavanje tveganj, ki so del delitve lastništva in nadzora. Izzivi, s katerimi se družbe nenehno soočajo, so predvsem v tem, kako uravnovati interese vodilnih z interesi lastnikov. Načini, ki jih družbe uporabljajo, so različni, in sicer od delitve dobička in delniške opcije do drugih s pogodbo dogovorjenih oblik prejemkov, ki morajo biti sorazmerni s prevzetimi tveganji. Urejanje tega vprašanja se je premaknilo od nagrajevanja, ki je posledica prevzemanja prevelikih tveganj, k bolj sprejemljivemu načinu nagrajevanja glede na dolgoročno poslovno uspešnost. Finančna kriza je bila globalna, zanjo pa ni bilo globalnega odgovora oziroma rešitve. Tako globalna zakonodaja in nadzor nista obstajala ali pa sta bila neustrezna za ustvarjanje primerne prakse urejanja vprašanja prejemkov. Odbor za finančno stabilnost (angl. *Financial Stability Board*, v nadaljevanju FSB)<sup>4</sup> je leta 2009 objavil sklop načel, imenovan »Principles for Sound Compensation Practices«<sup>5</sup>. Finančni ministri držav članic G-20 in Evropska unija so pozvali vse države članice, naj pri določanju prejemkov vodstev finančnih institucij upoštevajo načela FSB. Načela se v praksi vključujejo skozi spremembe v zakonodaji glede korporativnega upravljanja in s spremembami glede regulacije finančnega trga (Hausmann & Bechtold-Orth, 2010, str. 196–198).

Postavitev sistema nagrajevanja vodilnih je del obveznosti organov nadzora in zajema mehanizme, ki so med seboj tesno povezani. Osnovni mehanizmi so učinkovite pogodbe, ki vključujejo spodbude, nadzor neodvisnih članov upravnih odborov, razkritja prejemkov in vpliv delničarjev na višino in sestavo prejemkov. Vpliv delničarjev (angl. *say on pay*) je lahko učinkovit le, če so prejemki razkriti. Transparentnost krepi moč upravnim odborom (Ferrarini, Moloney, & Ungureanu, 2010, str. 14).

Zahteve FSB so naslednje: (i) nadzor nad prejemki mora izvajati upravni odbor oziroma nadzorni sveti v dvotirnem sistemu. Tu je velik poudarek namenjen vlogi komisij za prejemke; (ii) prejemek mora upoštevati tveganja, ki jih za račun družbe sprejema zaposleni; (iii) obstajati mora simetrija med prejemkom in rezultati tveganj; (iv) prejemki morajo biti

---

<sup>4</sup> Forum za finančno stabilnost (angl. *Financial Stability Forum – FSF*) je bil ustanovljen leta 1999. Ustanovili so ga finančni ministri in guvernerji centralnih bank držav članic G-7. Odbor za finančno stabilnost je bil ustanovljen leta 2009 kot naslednik FSF. Naloga FSB je izpostaviti kritične točke in razvoj ter vključitev rešitev za zagotavljanje finančne stabilnosti. Odbor vključuje predstavnike raznih finančnih institucij, strokovnjake s področja določanja standardov in druge strokovnjake (Hausmann & Bechtold-Orth, 2010, str. 198).

<sup>5</sup> Glej [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0904.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904.pdf).

vezani na uspešnost in upoštevati kratkoročna in dolgoročna tveganja; (v) prejemki morajo biti razkriti javnosti. Principi FSB so vključeni v ureditve velikega števila držav, razlike pa so v načinih njihove vključitve. V Evropi so principi praviloma vključeni v kodekse upravljanja. Zgolj v nekaterih evropskih državah so principi vključeni v zakonodajo (na primer Velika Britanija in Švica). V ZDA so principi pretežno vključeni v predpise za reševanje finančne krize (Hausmann & Bechtold-Orth, 2010, str. 212–229).

## 1.5 Plačilo za dosežke

Gibbs (2012, str. 4) trdi, da je plačilo, ki vsebuje spodbude (angl. *incentive compensation*), pomembno orodje za družbo, ki želi povečati dosežke zaposlenih. Dobro strukturiran plan spodbud (angl. *incentive plan*) lahko motivira zaposlene k uspešnejšemu delu.

Razmišljanje lastnika/delničarja glede prejemkov se začne s preprostim bistvom, ki je, da prejemki predstavljajo investicijsko priložnost za delničarje. Zakaj? Struktura prejemkov je jasen pokazatelj investicijske vrednosti družbe, saj kaže, kakšne so spodbude za njeno uspešno poslovanje, ki so postavljene menedžmentu. Prevzemanje poslovnih tveganj je ena od pglavitnih nalog menedžmenta, za kar so tudi plačani. Bistveno je, da prejemek predstavlja ustrezno motivacijo za prevzeta tveganja. Lastniku prejemek menedžmenta predstavlja naložbo s precejšnjim donosom, če seveda podjetje posluje uspešno. Delničarji/lastniki želijo, da se prejemki spreminjajo glede na uspešnost družbe, medtem ko menedžment v družbi želi čim več gotovosti in zato stremi k temu, da večji del njihovih prejemkov predstavlja fiksni del (Monks & Minow, 2001, str. 221–222).

Avtorice Genorio, Madon in Slapničar (2015, str. 84–85) so v študiji Analiza menedžerskih zaslužkov v nejavnih družbah v Sloveniji prišle do zanimivih ugotovitev. Ugotavljajo namreč, da so značilnosti menedžerskih plač v nereguliranem sektorju nejavnih podjetij celo bolj ekonomsko logične kot v javnih delniških družbah, ker so veliko bolj odvisne od uspešnosti, kar se kaže v variabilnih deležih v strukturi prejemkov. Na plače vpliva tudi velikost podjetja, saj kaže na kompleksnost vodenja, ne sme pa to biti edini dejavnik. Ugotavljajo, da je značilnost državnih podjetij, da so plače manjše ter bonusi za uspešnost omejeni, kar ima lahko za posledico negativno selekcijo vodilnih. Pomembna ugotovitev je tudi, da so menedžerske plače v povprečju nižje kot v nekaterih drugih razvitih državah.

V večini držav članic OECD so prejemki vodstev družb v državni lasti pod tržnimi ravnmi prejemkov za primerljive sposobnosti, izkušnje in odgovornosti. Vlade so nagnjene k omejevanju prejemkov in dodatkov vodilnih. Večinoma uporabljeni modeli se nanašajo na (i) omejevanje višine prejemkov navzgor z večkratniki povprečne plače v posamezni družbi v državni lasti in (ii) z izdelavo temeljite plačne politike, politike, ki upošteva dejavnike, kot so velikost družbe, časovne potrebe in formalni kriteriji. Glede na nizke prejemke, ki jih lahko ponudijo, so takšne družbe precej nepriljavne in težko najdejo sposobna vodstva. Druga plat pa je, da so nekateri posamezniki pripravljeni sprejeti določena vodilna mesta v

družbah v državni lasti ne glede na finančne pogoje in zgolj zaradi prestiža, pridobivanja izkušenj ali priložnosti, ki izvirajo iz poslovnega mreženja (OECD, 2012, str. 5).

Dobrobit menedžerjev je treba vezati na uspešnost za delničarje, kar pomeni, da bodo menedžerji sprejemali odločitve, ki so v interesu delničarjev (Core & Guay, 2010, str. 12).

Podjetja za prikaz uspešnosti še vedno uporabljajo računovodske kazalnike, ker so enostavni in razumljivi. Za njihov izračun niso potrebna dodatna spremljanja in menedžerji jih zelo dobro razumejo. Vedo, kaj pomenijo in kako je mogoče na njih vplivati (Zupan, 2001).

Slovenski državni holding, d.d. (v nadaljevanju SDH) uporablja za merjenje uspešnosti poslovanja družb, ki jih ima v lasti ali z njimi upravlja, dokument »Merila uspešnosti poslovanja« (SDH, 2015b, str. 5–14). Dokument opredeljuje merila (kazalnike), s katerimi SDH spremlja uspešnost poslovanja družb s kapitalsko naložbo države. Poleg merjenja oziroma ocenjevanja preteklih rezultatov poslovanja so merila uspešnosti poslovanja namenjena podrobnejši določitvi pričakovanj SDH do družb s kapitalsko naložbo države glede bodočih poslovnih rezultatov. V nadaljevanju navajam nekaj najpogosteje uporabljenih finančnih kazalnikov za merjenje uspešnosti menedžerjev, ki sem jih povzel iz dokumenta Merila za merjenje uspešnosti poslovanja družb s kapitalsko naložbo države.

1. ROA – čista dobičkonosnost sredstev
2. ROE – čista dobičkonosnost lastniškega kapitala
3. EBITDA – poslovni izid iz poslovanja pred odpisi vrednosti. Približek denarnega toka iz poslovanja
4. EBITDA marža – delež EBITDA v kosmatem donosu iz poslovanja
5. EBIT – poslovni izid iz poslovanja, po odpisih vrednosti in pred obrestmi in davki
6. EBIT marža (marža iz poslovanja) – delež EBIT v kosmatem donosu iz poslovanja
7. ROIC, ROCE – donosnost investiranega kapitala
8. Neto finančni dolg – kratkoročne in dolgoročne finančne obveznosti, zmanjšane za likvidna sredstva, s katerimi jih je mogoče poplačati
9. Neto finančni dolg / EBITDA – kazalnik, ki kaže, v koliko letih bi se lahko finančni dolg poplačal iz obstoječih likvidnih sredstev in ustvarjenega denarnega toka iz poslovanja
10. Finančni vzvod – kazalnik financiranja sredstev z lastniškim kapitalom; obratno od razmerja med lastniškim kapitalom in celotnimi sredstvi
11. Dodana vrednost na zaposlenega – kazalnik produktivnosti. Kaže, koliko vrednosti v povprečju odpade na posameznega zaposlenega v določenem obdobju, tj. vrednosti po odbitju stroškov materiala, blaga in storitev in drugih poslovnih odhodkov od kosmatega donosa iz poslovanja
12. Stopnja izplačila dividend – delež vložnega in ustvarjenega lastniškega kapitala, ki se vrne lastnikom preko izplačila dividend
13. CAPEX – bruto izdatki za nakup nepremičnin, naprav, opreme in neopredmetenih osnovnih sredstev



## 2 TEORIJE, KI POJASNJUJEJO PREJEMKE MENEDŽMENTA

V teoriji in praksi sta znana dva konceptualna vidika pojasnjevanja prejemkov. Prvi vidik je t. i. optimalni pogodbeni pristop (angl. *Optimal Contracting Approach*). V okviru optimalnega pogodbenega pristopa gredo prizadevanja v smeri ustvarjanja takšnih politik prejemkov za menedžment družb, ki zagotavljajo ustrezne nagrade, saj te spodbujajo menedžment za ustvarjanje čim večje vrednosti za lastnike. V okviru tega vidika so vsa prizadevanja usmerjena v doseganje interesov lastnikov. Drugi pristop, ki je družbeno nekoliko bolj kritičen, temelji na moči in vplivu vodstev družb (angl. *Managerial Power Approach*). Tukaj so menedžerji v posebnem položaju, ko se pogajajo za plačo, ki jim prinaša rente. Slednje je pravzaprav delno posledica problema, ki ga opisuje teorija agenta (angl. *agency theory*). Če namreč pogledamo z vidika družb, ki kotirajo na borzi in imajo razpršeno lastništvo, ni moč pričakovati, da bi se lahko lastniki neposredno pogajali z upravljalci družb za uskladitev njihovih prejemkov. To pomeni, da lahko menedžment družb močno vpliva na politiko prejemkov posamezne družbe in posledično na svoje prejemke. Večja ko je moč vodilnih, večja je njihova moč, da iz družb prejmejo določene rente. Pri tem pa so določene omejitve, ki se nanašajo predvsem na tisto, kar je pripravljen sprejeti trg in kar so jim pripravljene priznati neizvršni direktorji ali nadzorni sveti. Odzivnost trga na postavljene zahteve menedžmenta je dejavnik, ki lahko močno vpliva na končni rezultat. Bolj ko so zahteve glede prejemkov nesprejemljive in več ko izzovejo ogorčenja v javnosti, manj je verjetnosti, da bodo zahteve sprejete. Kako je določena struktura prejemkov zastavljena, je torej v precejšnji meri odvisno od percepcije oziroma odnosa javnosti do te strukture. Odnos javnosti do predlagane politike prejemkov pa sproži drug problem, ki se pojavlja pri postavljanju politike prejemkov, tj. kako prikriti namen, da se iz družbe izvleče renta. Ves trud, kako prikriti pravi namen pri postavljanju politike plač, glede katere bi se javnost najmanj vznemirila, pa lahko privede do plačne politike, ki lahko škodi uspešnosti družbe. Transparentnost plačne politike oziroma njeno razkritje določenemu krogu deležnikov je močan dejavnik, ki ima na strukturiranje plačne politike velik vpliv. Tipična lastnost pristopa, ki temelji na vplivu menedžmenta pri določanju plačne politike, je, da je prejemek višji in manj odvisen od uspešnosti družbe, v kateri ima menedžment večji vpliv. Moč menedžmenta je večja, ko (i) so organi nadzora šibki ali neučinkoviti (na primer številčna sestava organov nadzora in pri tem manjša učinkovitost pri usklajevanju); (ii) ni večjih lastnikov oziroma je lastništvo precej razpršeno, kar pomeni manjši neposreden nadzor nad menedžerji; (iii) ni institucionalnih lastnikov/delničarjev in (iv) so zaščiteni proti prevzemu. Stroški, ki jih menedžerji povzročijo delničarjem zaradi njihovega vpliva na plače, se odražajo najprej v pretirani višini prejemkov, ki jih prejema kot posledico moči in vpliva. V tem primeru gre predvsem za razliko, ki jo prejmejo med plačo kot posledico njihovega vpliva, in plačo, ki bi jo prejeli, če te moči vplivanja na plačo ne bi imeli. Naslednja težava pri takem pristopu je, da vodi v oblikovanje prejemkov, ki ustvarja precej slabše spodbude kot v uravnoteženem sistemu oblikovanja prejemkov. V takšnih okoliščinah

menedžerji, skozi različne prikrite oblike rent, zmanjšujejo vrednost delničarjem. To se lahko dogaja tako, da menedžerji oblikujejo oblike spodbud, ki opravičujejo spremembo kriterijev za njihovo merjenje (Bebchuk, Fried, & Walker, 2002, str. 753–813).

Za teorijo moči menedžmenta je značilno, da je menedžment precej samostojen in brez ustreznega nadzora trga ali delničarjev. V tem primeru imajo menedžerji večjo moč kot nadzorni organi ali delničarji in so zato tudi v boljšem položaju pri pogajanjih glede višine njihovih prejemkov in njihove strukture, ki jo lahko oblikujejo v skladu z lastnimi interesi. V literaturi je zelo malo empiričnih študij glede prejemkov menedžmenta v družbah v državni lasti. Večina študij se nanaša na družbe v zasebni lasti. Za družbe v zasebni lasti je bistveno več kazalnikov za merjenje uspešnosti kot za družbe v državni lasti. Merilo uspešnosti pa je pomembno za oceno primernosti višine prejemkov. V Nemčiji uporabljajo donos na kapital (angl. *Return on Equity – ROE*) kot enega od kazalnikov uspešnosti, ki je v uporabi za merjenje uspešnosti v družbah v državni lasti, drugi kazalnik pa je donos na sredstva (angl. *Return on Assets – ROA*) (Papenfuß & Schmidt, 2015, str. 2–14).

Temeljna naloga države kot lastnika družb je nadziranje uspešnosti poslovanja teh družb. Država mora zagotavljati transparentno in odgovorno porabo javnih sredstev v korist države in njenih davkoplačevalcev. Le uspešen nadzor družb lahko privede do finančnih in nefinančnih učinkov. Tako kot zasebni investitorji si mora tudi država prizadevati za doseganje najboljših možnih poslovnih rezultatov in pri tem paziti, da je menedžment osredotočen na osnovno poslovanje družbe. Družba oziroma njen menedžment morata imeti jasno določene cilje in prioritete, država pa mora postaviti ustrezne kazalnike za merjenje uspešnosti družbe. Sistem merjenja uspešnosti družbe mora vsebovati (i) namen merjenja uspešnosti; (ii) temeljne informacije o družbi; (iii) strategije in cilje; (iv) pričakovanja in specifične cilje, dogovorjene med menedžmentom in državo, ter (v) kazalnike uspešnosti in cilje (World Bank, 2014, str. 101–103).

Kaj sploh želimo od menedžmenta? Poznan rek pravi, da so tako v poslu kot v življenju edina stalnica spremembe. Če bi le bilo mogoče, bi vsi vlagatelji, posojilodajalci, zaposleni in kupci želeli menedžerja, ki bi lahko videl v prihodnost in vodil podjetje ob upoštevanju poznane prihodnosti. Ker pa seveda to ni možno, si lahko želimo menedžerja, ki v skladu s svojim znanjem, sposobnostmi, izkušnjami in motivacijo ne le vodi družbo in je pripravljen na spremembe, temveč vodi družbo, tako da ima družba dejansko koristi od sprememb. Menedžer mora imeti dovolj moči za opravljanje posla, pri tem pa se mora zavedati, da mora biti posel pravilno opravljen. Imperativ za vse sodelujoče v korporativnem upravljanju je, da se zagotovi ustrezno ravnotežje med močjo menedžerja in interesi lastnikov. Ključni dejavnik pri zagotavljanju ravnotežja je vsekakor struktura prejemkov menedžerja. Pri tem gre poudariti, da so pričakovanja menedžerja drugačna od pričakovanj lastnikov. Slednji stremijo k temu, da večji del prejemka predstavlja variabilni del, medtem ko menedžerji želijo več gotovosti, ki se kaže v fiksnem delu prejemka. Moč posameznega menedžerja je odvisna od strukture družbe: bolj ko je struktura razvejana, manjša je njegova osredotočenost

na povečevanje vrednosti za lastnike in manjša je njegova predanost lastnikom (Monks & Minow, 2001, str. 216–218).

Zaželeno je, da so pogodbe menedžerjev optimalne oziroma odzivne na okolje, kar pomeni, da bi moral biti večji del plače variabilen. V realnosti so optimalne pogodbe težko izvedljive. Razlog za to je v preveliki kompleksnosti pogodb, saj bi morale zajeti vse dejavnike, ki na njih vplivajo (Kocabiyikoğlu & Popescu, 2007). Poleg tega pa pogodbe niso kratkoročne, temveč sestavljene za daljše obdobje, ki zajema različne spremenljivke, zato je možno, da kasneje pogodbe ne bodo več optimalne.

Davies in Hopt (2013, str. 49–50) pravita, da zakonodaja ne zahteva od družb, da med prejemke menedžmenta vključijo tudi nagrade. To področje je praviloma urejeno v različnih kodeksih. Pravo in kodeksi uporabljajo različne pristope glede ureditve vprašanja nagrad z namenom uskladitve menedžerjevih interesov z interesi lastnikov. Navajata dva osnovna pristopa, in sicer, (i) odvzem pristojnosti menedžmenta, da vpliva na prejemke, in prenos te pristojnosti na komisijo za prejemke ter (ii) s postavitvijo pravil, ki določajo strukturo, vsebino in omejitve prejemkom. V preteklosti so se pojavljale tudi ideje, da bi se odločanje preneslo na skupščino, vendar te ideje niso zaživele. Zaenkrat skupščine praviloma odločajo le o delniških opcijah zaradi nevarnosti njihove iztisnitve.

Potrebe po denarnih nagradah se pri menedžerjih spreminjajo po obdobjih. Na začetku kariere si menedžer želi dobro plačo, saj mu bo ta pomenila pot do moči in uveljavitve v okolju. Denarne nagrade pa imajo svoje omejitve. Denar ne povečuje pripadnosti menedžmenta podjetju. Pogosto lahko denarni bonusi v dojemanju menedžerja ne predstavljajo več nagrade, temveč upravičen in stalen dodatek k mesečni plači (Cadrain, 2003).

Denarna nagrada ni dovolj za motiviranje menedžerjev, zato so pomembne tudi nedenarne nagrade. Pri nagrajevanju menedžerjev je potrebna previdnost, saj so s svojim delom in odločitvami najbolj povezani s podjetjem in tako tudi najbolj odgovorni za njegovo uspešno poslovanje. Nagrajevanje je iz ekonomskega, socialnega, političnega, predvsem pa motivacijskega vidika občutljivo družbeno vprašanje (Šturman, 2008).

V enotirnem sistemu delničarji prenesejo vse odgovornosti glede odločanja na upravni odbor, slednji pa večino odločanja prenese na glavnega izvršnega direktorja in njegovo ekipo (v nadaljevanju menedžment). Prenos odgovornosti pa pomeni hkrati tudi prenos tveganja za delničarje, saj lahko menedžment sprejema odločitve, ki niso vedno v skladu z njihovimi interesi. Jensen in Murphy (v Core & Guay, 2010, str. 12) menita, da je mogoče rešiti vprašanje asimetrije interesov med delničarji in menedžmentom tako, da se dobrobit menedžerjev veže na uspeh za delničarje. Navedeno pa pomeni, da bodo menedžerji, v zasledovanju lastne koristi, sprejemali takšne odločitve, ki bodo zasledovale tudi interese delničarjev. Kakšna je ustrezna višina spodbud (variabilnega dela) za menedžment? Da bi

lahko pravilno odgovorili na to vprašanje, moramo najprej upoštevati vse stroške in koristi, ki nastanejo, ko se menedžmentu postavi takšen koncept. Temeljno načelo je, da so okvirji oziroma sheme prejemkov postavljene tako, da nagrajujejo in tudi kaznujejo menedžerje glede na povečanje ali zmanjšanje vrednosti za delničarje. Pri tem pa je treba upoštevati, da uspešnost ni odvisna zgolj od sposobnosti in uspešnosti menedžmenta, temveč tudi od drugih dejavnikov, na primer zakonodaje, političnega vpliva, dogajanja v poslovnem okolju, državnega gospodarstva ipd. V kolikor so spodbude ustrezno strukturirane, lahko dejansko dajo dodaten zagon za sprejem odločitev, ki so v korist lastnikom (Core & Guay, 2010, str. 12–13).

Namesto da bi prejemke postavljali upravni odbori ali nadzorni sveti, se prepogosto dogaja, da jih postavljajo vlade, kar ni samo v nasprotju z dobro prakso, temveč sta s tem zmanjšani tudi neodvisnost in samostojnost organov nadzora. Glede na veliko število družb v državni lasti v posameznih državah in glede na razlike med državami je praktično nemogoče predlagati enoten pristop glede politike prejemkov. V tem smislu pristop »one size fits all« ni realen. Razlike so v zakonodajnih ureditvah držav, različnih praksah, velikosti in kompleksnosti družb ter v okolju, v katerem družbe delujejo. Vseeno pa lahko pri pripravi politike prejemkov uporabimo nekaj skupnih načel, in sicer: (i) družbe razdelimo v skupine glede na njihove značilnosti, tako da lahko primerjamo zneske glede na velikost in dejavnost družbe; (ii) družbe primerjamo s podobnimi v zasebnem sektorju; (iii) prejemki morajo biti sorazmerni odgovornostim; (iv) prejemki ne smejo biti postavljeni tako, da ogrožajo neodvisnost članov organov vodenja in (v) struktura prejemkov bi morala biti enostavna, vsebovati mora fiksen in variabilen del, ter strukturirana tako, da zagotavlja spodbude (World Bank, 2014, str. 200–202).

### **3 PRAVNI OKVIRJI PREJEMKOV MENEDŽMENTA**

Za vsako družbo predstavlja oblikovanje ustreznega sistema prejemkov in s tem tudi načina uskladitve interesov med lastniki in upravljalci velik izziv. Države Evropske unije, bogate s slabimi izkušnjami, si zlasti v finančnem sektorju prizadevajo povrniti zaupanje trgov z uskladitvijo različnih oblik motivacijskih dejavnikov s tveganji, ki jih vodstva prevzemajo. Stopnja nagnjenosti k tveganju je bila v preteklosti v finančnem sektorju zelo visoka, ker so bili sistemi prejemkov nastavljeni tako, da so spodbujali vodstva k visokem tveganju. Tveganja, ki so jih vodstva podjetij prevzela, da bi dosegla čim boljše rezultate in upravičenja do nagrad, so v preteklosti presegala vse razumne meje. Posledice takšnih tveganj so se odrazile v finančni krizi. Večji del reform, ki so bile v Evropi sprejete še pred krizo, je bil sprejet kot posledica raznih poslovno-finančnih škandalov, ki so se zgodili v ZDA (na primer Enron). Reforme so bile pretežno del t. i. mehkega prava, kot so priporočila in kodeksi dobre prakse. Namena teh reform sta bila izboljšanje okvirjev upravljanja družb in izdelava ustreznih podlag za prejemke in razne spodbude, pri tem pa se nista dotikala samih struktur prejemkov. V finančnih institucijah so se reforme nanašale predvsem na ustvarjanje pravega ravnotežja med lastniki in menedžerji ob iskanju načinov, kako bi plače

lahko služile kot vzvod za doseganje ravnotežja. Uravnoteženi prejemki, princip plačila za uspešnost, neodvisnost pri oblikovanju prejemkov in razkrivanje politik prejemkov so principi, ki so vsebovani v dokumentu »Financial Services Board (FSB), Principles for Sound Compensation Practices«. Navedeni principi niso novi, nove so zahteve FSB po uskladitvi prejemkov s prevzetimi tveganji zaradi očitkov finančnim institucijam, da so ekscesne nagrade predvsem posledica prevelikega prevzemanja tveganj pri poslovanju. Lastniki so si v obdobju finančne krize izborili tudi pravico do glasovanja/opredelitve o plačah izvršnih direktorjev (angl. *say-on-pay*). Do spremembe je prišlo zaradi ugotovitev, da imajo lastniki premajhen vpliv na prejemke. Nekatere evropske države so uvedle t. i. posvetovalno glasovanje o politiki prejemkov, pri čemer je treba povedati, da v kolikor družbe na upoštevajo tega posvetovalnega glasovanja, lastniki nimajo vzvodov, da bi vplivali na prejemke. Tako jim ostane samo, da ne potrdijo imenovanja izvršnega direktorja. Nekatere države so šle celo dlje in uvedle zavezujoče glasovanje o prejemkih z namenom, da bi družbe dosegle večjo stopnjo previdnosti pri izplačevanju zneskov menedžmentu in da bi prejemke vezale predvsem na uspešnost poslovanja. Učinek takšnega pristopa se je pokazal precej hitro in lastniki to pravico tudi s pridom uporabljajo (Belcredi & Ferrarini, 2013, str. 251–314).

Nesporno je, da so precej pomanjkljivi sistemi prejemkov pripomogli k finančni krizi, tudi zaradi različnih oblik stimulacij, ki so vodile k sprejemanju neprimernih tveganj. Sestava prejemkov vodstev družb je bila vedno osrednja tema in zelo delikatno vprašanje upravljanja družb. Kritična ocena vsakega sistema je nujna, ker so prejemki vodstev zelo močan mehanizem za upravljanje tveganj, ki nastanejo kot posledica delitve med lastništvom in upravljanjem. Ta delitev je temeljna lastnost t. i. teorije agenta (Hausmann & Bechtold-Orth, 2010, str. 196).

V Evropski uniji dobiva vprašanje prejemkov menedžmenta zaradi finančne krize vedno večji pomen. Izkušnje iz preteklosti so pokazale, da je bil namenjen prevelik pomen poslovnim dosežkom na kratek rok, kar je privedlo do prejemkov, ki niso temeljili na dolgoročni uspešnosti. Prejemki so poglavitni del upravljanja družb, še posebej v primerih, kjer lahko pride do konflikta interesov med menedžmentom in lastniki. Tako so lahko prejemki v rokah lastnikov močno orodje, s katerim lahko vplivajo na menedžment oziroma njegovo prevzemanje odgovornosti. Področje prejemkov je tisto, kjer tako imenovano mehko pravo ni delovalo, zato so bili tudi vsi poskusi Evropske komisije, ki je skušala področje urediti s priporočili glede prejemkov vodilnih (2004, 2005 in 2009), precej neuspešni. Področje prejemkov vodilnih se zato mora urediti z zavezujočimi pravili (Kostyuk, Stiglbauer, & Govorun, 2015, str. xxiii–xxv).

Urejanje področja prejemkov vodstev kot del upravljanja družb predstavlja velik izziv. Ali lahko država oziroma vlade sploh posredujejo pri reševanju vprašanja prejemkov vodstev? Če lahko, kako lahko legitimno urejajo vprašanja s področja prejemkov vodstev? Prvič, urejanje prejemkov vodstev s posredovanjem vlad pomeni neposredno vpletanje v njihove

prejemke, kar je lahko razumljeno tudi kot nadzor države nad tržno vrednostjo vodilnih in vplivanje na trg, katerega del so kot kadri. Težko je namreč upravičiti poseg države v prejemke zasebnih družb in s tem onemogočiti vodilnim možnost pogajanja. Čeprav določene državne intervencije na področju prejemkov niso prav nenavadne (uporaba fiskalnih ukrepov in davkov v družbah z obdavčenjem variabilnih delov prejemkov), pa bi bilo lahko nelegitimno ali celo nelegalno, da bi v področje prejemkov posegala zakonodaja, ki bi bila sprejeta na ravni Evropske unije. Države se zato niso odločile za neposredno poseganje vlad v področje prejemkov, tako da bi določale na primer ustrezno višino plač ali bonusov. Drugič, ukrepanje vlad bi pomenilo poseg v konkurenčnost človeških virov in trga kapitala, saj bi zaradi nepoenotenega pristopa na ravni Evropske unije pomenilo, da bi imele države, ki vprašanja prejemkov vodstev nimajo reguliranega, določeno prednost pred ostalimi državami, ki to imajo. Posledice bi se lahko odražale v ekscesnih prejemkih v teh državah. Glede na navedeno je upravičenost pričakovanj po harmonizaciji tega področja še toliko večja. Potrebe po izgradnji ekonomske moči Evrope, zmanjševanju socialnih razlik, zmanjšanju potreb po uporabi javnih sredstev za reševanje družb, za vzdrževanje finančne stabilnosti in za doseganje vsesplošnega soglasja glede prejemkov vodilnih ustvarjajo legitimno podlago za ureditev vprašanja prejemkov na ravni Evropske unije (Lee, 2011, str. 603–606).

V finančnem sektorju so prejemki vodilnih menedžerjev v povprečju višji kot v ostalih sektorjih. Posledica navedenega je bila, da so se reforme sistema prejemkov najprej začele ravno v finančnem sektorju. Sistemi upravljanja družb, narava in kakovost pravnega sistema močno vplivajo na raven in strukturo prejemkov vodilnih. V obdobju od začetka finančne krize je bila še posebna pozornost namenjena finančnim institucijam, ki naj bi bile najbolj odgovorne za nastanek krize. Upravljanje in razkrivanje prejemkov izvršnih direktorjev je močno odvisno od institucionalnih okvirjev posameznih držav in specifik posamičnih družb. Lastniška struktura posamičnih družb (institucionalna, razpršena ali državna) je tudi močno povezana z razkrivanjem podatkov, ki se nanašajo na prejemke (Belcredi & Ferrarini, 2013, str. 251–252).

Razkritja prejemkov celotne uprave v zasebnih družbah so v državah Evropske unije obvezna od leta 2002. Kodeksi korporativnega upravljanja gredo dlje in zahtevajo poimenska razkritja prejemkov ter razkrivanje prejemkov po strukturi (fiksni in variabilni del). Sicer pa za zasebne družbe ni nobene druge regulacije prejemkov. V času krize je bil edini, ki je postal reguliran, bančni sektor. Prvi akt, ki ga je Evropska unija sprejela na področju nagrajevanja vodilnih menedžerjev finančnih družb iz leta 2009, je bil sicer pravno nezavezujoč. Ta akt se imenuje Priporočilo Komisije o plačnih politikah v sektorju finančnih storitev (v nadaljevanju Priporočilo Komisije) (Evropska komisija, 2009a, str. 25–26). Priporočilo Komisije določa, da mora obstajati ustrezno ravnotežje med fiksnim in variabilnim delom prejemkov. Politika prejemkov finančne družbe pa mora določati najvišjo mejo variabilnega dela. Priporočila Komisije tudi določajo, da se v primeru dodelitve visokega variabilnega dela prejemkov izplačilo večjega dela odloži za določeno obdobje.

Organi nadzora lahko od prejemnikov variabilnega dela zahtevajo, da delno ali v celoti vrnejo variabilni del prejemkov, dodeljen za uspešnost, če se kasneje izkaže, da je bil variabilni del izplačan na podlagi napačnih podatkov (angl. *claw-back*).

Belcredi in Ferrarini (2013, str. 252) ugotavljata, da ima razkrivanje prejemkov tudi negativno plat. Menita, da se lahko z razkrivanjem podatkov dajejo tudi napačna sporočila trgu, če prejemki ne odražajo prave slike uspešnosti družbe. Namreč, visoki prejemki, ki niso posledica uspešnosti družbe, lahko povsem izkrivijo realno sliko posamezne družbe in tako vplivajo na njeno vrednost. Poleg tega menita, da tržna primerjava prejemkov ustvarja zahtevo po rasti prejemkov menedžmenta, ker se menedžerji med seboj primerjajo na osnovi objavljenih podatkov o prejemkih.

V tem delu naloge sem na določenih mestih omenjal pravno nezavezujoče akte in pravno zavezujoče akte za družbe v državni lasti. Namen tega poglavja ni navajanje in analiza celotnega nabora aktov z obravnavanega področja, temveč se osredotočam zgolj na omenjanje ključnih aktov s področja upravljanja s prejemki. Na tem mestu gre vsekakor omeniti dva akta, ki sta v preteklosti imela velik vpliv na področje upravljanja družb (del tega so tudi prejemki vodilnih), in sicer Cadburyjevo<sup>6</sup> in Greenburyjevo<sup>7</sup> poročilo. Osrednji namen Cadburyjevega poročila (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992, str. 10) je bil pregled področja upravljanja družb in priprava osnutka kodeksa dobrih praks, katerega namen je dvig standardov korporativnega upravljanja na višjo raven. Del kodeksa se nanaša tudi na področje prejemkov in priporočila za urejanje področja prejemkov. Z vidika prejemkov je to poročilo pomembno predvsem, ker poudarja potrebo po transparentnosti prejemkov. Lastniki morajo biti obveščeni o vseh koristih, ki jih je ali jih bo deležen menedžment. Poročilo nadalje priporoča, da se razkrivajo podatki o fiksnem in variabilnem delu prejemka, ki mora temeljiti na uspešnosti in na vnaprej postavljenih kriterijih za merjenje uspešnosti. Komisije za prejemke so tudi pomemben del poročila, saj naj bi komisije imele pomembno vlogo pri svetovanju organom nadzora glede prejemkov menedžmenta. Slednji naj ne bi imel nobenega vpliva na določanje politike prejemkov. Tako imenovano Greenburyjevo poročilo (Study Group chaired by Sir Richard Greenbury, 1995, str. 4) je poglobljeno obravnavalo področje prejemkov vodstev v večjih javnih delniških družbah in na podlagi ugotovitev pripravilo sklop priporočil oziroma kodeksa dobrih praks, ki so uporabne tudi za manjše javne delniške družbe. Poročilo navaja, da morajo biti prejemki sestavljeni tako, da so zanimivi za sposobne in kakovostne kadre. Transparentnost prejemkov, poročanje lastnikom in delitev odgovornosti glede določanja prejemkov so temeljne predpostavke dobrega upravljanja družb na področju nagrajevanja menedžmenta. Poročilo priporoča, da so prejemki sestavljeni tako, da so vezani na uspešnost družbe in posameznega menedžerja ter da zagotavljajo ravnotežje med interesi lastnikov in menedžmenta. Skupina je tako najbolje odgovorila na vse pomisleke javnosti in lastnikov v

---

<sup>6</sup> Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1. december 1992.

<sup>7</sup> Director's Remuneration. Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury, 17. julij 1995.

zvezi s prejemki. Od tu dalje je sprejemanje nezavezujočih aktov s področja upravljanja družb postalo stalna praksa.

Med pravno zavezujočimi akti, ki podrobno urejajo vprašanje politike prejemkov, velja predvsem omeniti direktivo CRD IV ter uredbo CRR. Oba dokumenta bom podrobneje predstavil v nadaljevanju.

### **3.1 Mednarodni okvirji**

Kot je bilo že zapisano, v zasebnem sektorju ni nobene regulacije prejemkov. Nasprotno pa velja za družbe v državni lasti. V okviru Evropske unije (v nadaljevanju EU) je vprašanje regulative prejemkov urejeno v dokumentih Načela OECD za korporativno upravljanje ter Smernice OECD/G20 za korporativno upravljanje družb v državni lasti. Oba dokumenta sta pravno nezavezujoča. Posamične države EU vprašanje prejemkov urejajo ob upoštevanju načel in smernic.

Evropska komisija je označila prejemke kot eno od področij, kjer je verjetnost za navzkrižje interesov še posebej visoka. Glede na navedeno sta bili obe priporočili, tj. Priporočilo Komisije o spodbujanju ustreznega sistema prejemkov direktorjev javnih družb iz leta 2004 (angl. *Commission Recommendation of 14 December 2004 fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies* (2004/913/EC)) in Priporočilo Komisije o vlogi neizvršnih direktorjev ali članov nadzornega sveta javnih družb in o komisijah upravnega odbora ali nadzornega sveta iz leta 2005 (angl. *Commission Recommendation of 15 February 2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board* (2005/162/EC)), ki ju je izdala Evropska komisija, usmerjeni v notranje upravljanje družb (Urancar, 2015, str. 18–21).

Priporočila iz leta 2004 vsebujejo štiri poglavja za spodbujanje ustreznega nagrajevanja za direktorje javnih delniških družb, in sicer: (i) razkritje politike prejemkov družbe in izjavo o prejemkih; (ii) glasovanje delničarjev o prejemkih na skupščini, ki je lahko tudi posvetovalno; (iii) razkritje prejemkov posameznih direktorjev, ki naj vsebuje podrobne informacije; (iv) predhodna odobritev delničarjev za sheme, s katerimi direktorji prejmejo prejemke v obliki delnic, delniških opcij ipd. (European Commission, 2004a, str. 56–59).

Priporočila iz leta 2005 so namenjena neizvršnim direktorjem upravnih odborov in članom nadzornih svetov ter poudarjajo njihovo ključno vlogo pri nadziranju izvršnih direktorjev ali članov uprav. Ustanovitev komisije za prejemke je eno od priporočil, ki so zajeta v teh dokumentih. Njihova vloga naj bi bila zagotavljanje objektivnosti in strokovnosti delovanja organa nadzora v procesu določanja prejemkov, ne pa tudi, da bi se nanje prenesle pristojnosti organa nadzora glede določanja prejemkov (European Commission, 2005, str. 51–63).



Priporočilo Komisije o dopolnitvi priporočil 2004/913/ES in 2005/162/ES glede sistema prejemkov direktorjev javnih družb iz leta 2009 (angl. *Commission Recommendation complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies*, 2009/385/ES, v nadaljevanju Priporočilo) ugotavlja, da so strukture prejemkov vse bolj zapletene in osredotočene na kratkoročne dosežke. V nekaterih primerih so strukture privedle do čezmernih prejemkov, ki niso odražali realnih dosežkov. Priporočila izražajo potrebo po okrepitvi sistema prejemkov z nekaterimi dodatnimi načeli, ob tem pa znova poudarjajo pomen jasnosti in razumljivosti poročila o prejemkih, razkritja informacij v zvezi s strukturo prejemkov ter vloge komisije za prejemke. Priporočila pa se prvič dotaknejo strukture politike prejemkov ter določanja prejemkov v obliki delnic oziroma delniških opcij, glede variabilnega dela pa določajo, da se izplačilo večjega deleža variabilnega dela odloži za neko obdobje, pri čemer naj se višina odloženega dela določi glede na relativno višino celotnega variabilnega dela v primerjavi s fiksnim delom. Določajo tudi, da morajo pogodbe z vodstvom omogočiti, da družba lahko zahteva vračilo variabilnega dela prejemkov (angl. *claw-back*), če se izkaže, da je bil izplačan na podlagi podatkov, ki so bili napačno prikazani. Glede delnic in opcij pa precej natančno določa, da naj bo pravica do izvršitve odvisna od vnaprej določenih in merljivih kriterijev uspešnosti. Priporočila so velik korak naprej od zadržanega pristopa do pravil, ki vsebujejo celo številke, s katerimi se ureja področje prejemkov (Evropska komisija, 2009b).

Članicam OECD so pri izboljšanju pravnih okvirjev za upravljanje družb v državni lasti v pomoč načela OECD, ki predstavljajo skupno podlago, za katero države članice menijo, da je bistvena za razvoj praks dobrega upravljanja podjetij. Ta načela so lahko koristna tudi za vodenje družb, s katerimi se ne trguje na borzah (na primer določene družbe v državni lasti). Načela pa niso zavezujoča in ne dajejo podrobnih navodil za zakonodajno ureditev na nacionalni ravni držav članic. Njihov namen je predvsem opredeliti cilje in predlagati načine uresničitve teh ciljev. Služijo kot vir priporočenih ravnanj, ki jih lahko zakonodajalci na ravni posameznih držav uporabljajo pri oblikovanju pravnih okvirjev za upravljanje podjetij. Smernice OECD, ki temeljijo na načelih OECD, so usmerjene v specifična vprašanja, ki se nanašajo na upravljanje družb v državni lasti, zato so ta vprašanja obravnavana z vidika države kot lastnika, pri čemer se osredotočajo na politike, ki bi zagotavljale dobro upravljanje družb v državni lasti. Pri tem pa gre poudariti, da Smernice ne nasprotujejo politikam, ki jih vodijo države OECD (Vlada Republike Slovenije, 2009, str. 4).

V tem smislu sta pomembna dva dokumenta: Načela korporativnega upravljanja OECD iz leta 2004 (angl. *OECD Principles of Corporate Governance 2004*, v nadaljevanju Načela) v nasprotju s priporočili ne posvečajo posebnega poglavja prejemkom, se jih pa dotikajo na več mestih. Načela vsebujejo predvsem določbe glede obveznosti objave informacij o politiki prejemkov, vključno s specifikami povezav med nagrajevanjem in poslovanjem družbe. Načela navajajo, da je treba razkriti podatke v zvezi s politiko prejemkov za člane organov vodenja ali nadzora in informacije glede članov organov, vključno z njihovimi kvalifikacijami, postopek njihovega izbora, članstvo v organih drugih družb in podatke o

njihovi neodvisnosti. Podatki glede članov organov in njihovi prejemki so pomembni tudi za lastnike, še posebej pa je pomembna povezava med prejemki in uspešnostjo družbe. Z vidika vlagateljev je ta informacija dragocena, ker lahko ocenijo stroške in koristi iz različnih shem prejemkov in njihovo vplivanje na uspešnost poslovanja družbe. Razkrivanje podatkov o prejemkih za vsakega posameznika je razumljeno kot primer dobre prakse in je v nekaterih državah postalo obvezno. Kot dobro prakso Načela omenjajo obravnavanje politike nagrajevanja, ki jo izvaja posebna komisija za nagrajevanje (OECD, 2004).

Smernice OECD za korporativno upravljanje družb v državni lasti iz leta 2005 (angl. *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, 2005*, v nadaljevanju Smernice) iz leta 2005 se nanašajo na upravljanje družb v državni lasti. Načela in Smernice se kot dokumenta dopolnjujeta. V Smernicah prav tako ne najdemo poglavja, ki bi se nanašalo izrecno na nagrajevanje vodilnih, ga pa omenjajo, in sicer navajajo, da mora država v vlogi lastnika zagotavljati, da bodo sistemi nadomestil za člane odborov družb v državni lasti zadovoljevali dolgoročne interese družbe ter pritegovali in motivirali kvalificirane strokovnjake. Ugotavljajo tudi, da je vse bolj prisoten trend približevanja nagrajevanju v privatnem sektorju. Določajo tudi, da organi nadzora odločajo glede nagrajevanja, ter omenjajo ustanovitev posebne strokovne komisije, ki je organom nadzora v podporo (OECD, 2005).

V letu 2015 je OECD sprejela posodobljene Smernice OECD za korporativno upravljanje družb v državni lasti (angl. *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, 2015*), ki so nekakšna nadgradnja Smernic iz leta 2005. Smernice iz leta 2015 odražajo izkušnje v letih od sprejema prvih smernic in se dotikajo nekaterih novih tem, ki so se pojavile v obdobju od sprejema prvih. Področju prejemkov tudi spremenjene Smernice ne dajejo večje teže in ga ne urejajo bolj podrobno. Temeljno vprašanje je, kako naj vlade aktivno upravljajo s podjetji, da pri tem ne vplivajo pretirano na samostojnost sprejemanja odločitev (OECD, 2015).

Med zavezujoče akte Evropske unije uvrščamo naslednja dokumenta: i) Direktivo o kapitalskih zahtevah IV<sup>8</sup> (CRD IV) (angl. *Capital Requirements Directive*, v nadaljevanju CRD IV) in ii) Uredbo o kapitalskih zahtevah (angl. *Capital Requirements Regulation – CRR*). Z obema aktoma je Evropska komisija začela urejati vprašanje nagrajevanja vodilnih na bolj preskriptiven način. V skladu s CRD IV morajo biti politike prejemkov usklajene s tveganji, ki jih vodilni prevzemajo in temeljiti na kombinaciji ocene uspešnosti družbe in posameznika. Določeno je največje dovoljeno razmerje med fiksnim in variabilnim delom prejemkov, tako da višina variabilnega dela ne sme presežati skupne višine fiksnega dela,

---

<sup>8</sup> Direktiva 2013/36/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. junija 2013 o dostopu dejavnosti kreditnih institucij in bonitetnem nadzoru kreditnih institucij in investicijskih podjetij, spremembi Direktive 2002/87/ES in razveljavitvi direktiv 2006/48/ES.

razen v primerih, ko to odobrijo delničarji. Pri tem je nujno upoštevati finančna in nefinančna merila (Urankar, 2015, str. 29–37).

### 3.2 Pravna regulacija v Sloveniji

V Sloveniji se je regulacija prejemkov pričela leta 1997 s sprejetjem dokumenta Kriteriji za individualne pogodbe o zaposlitvi menedžerjev (Ur.l. RS št. 64/97, v nadaljevanju Kriteriji). Kriteriji so bili namenjeni za uporabo v vseh gospodarskih subjektih. Njihov namen je bil, da spodbujajo nagrajevanje menedžmenta. Nagrade so med ostalim odvisne od poslovne uspešnosti. V letu 2004 je bil izdan Kodeks upravljanja javnih delniških družb, ki je določal sestavo plače iz fiksnega in variabilnega dela, pa tudi kriterije za določanje višine prejemkov. Kodeks je bil v naslednjih letih večkrat spremenjen. Leta 2004 je Združenje nadzornikov Slovenije izdalo Priporočila za imenovanje, odpoklic in ureditev prejemkov. Dokument je priporočal, kaj naj se upošteva pri določanju sistema nagrajevanja menedžmenta in do katerih sestavin prejemka je upravičen posameznik. Priporočila pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih menedžerjev v gospodarskih družbah so dokument, ki je bil izdan leta 2005. Izdalo ga je Združenje Manager. Namen tega dokumenta je nuditi pomoč članom združenja pri sklepanju individualnih pogodb o zaposlitvi v različnih gospodarskih družbah. Do sprejetja Zakona o prejemkih poslovnih oseb v gospodarskih družbah (Ur.l. RS, št. 21/10, 8/11 – ORZPPOGD4 in 23/14-ZDIJZ-C, v nadaljevanju ZPPOGD) ali tako imenovanega Lahovnikovega<sup>9</sup> zakona, ki je bil sprejet leta 2010, so bili prejemki omejeni le z razumnimi omejitvami, ki so temeljile na vnaprej določenih in merljivih kriterijih uspešnosti. ZPPOGD bom podrobneje predstavil v nadaljevanju naloge. Leta 2009, v času finančne krize, je bil sprejet Zakon o dodatnem davku od dohodkov članov poslovdstev in nadzornih organov v času finančne in gospodarske krize (Ur.l. RS, št. 78/09 in 107/13 – odl. US), v nadaljevanju ZDDČPNO), imenovan tudi Kramarjev<sup>10</sup> zakon, ki je uvedel obveznost plačevanja dodatnega davka od dohodkov, prejetih za vodenje ali nadzor poslovnih subjektov, določenih s tem zakonom.

Rus (2011, str. 25) navaja, da je Slovenija izvedla reformo lastniške funkcije oziroma reformo upravljanja podjetij v delni ali popolni državni lasti ob vstopu v OECD. Cilj vseh reform, ki so se dogajale v državah članicah OECD, je bil in je še v povečanju transparentnosti in odgovornosti države pri upravljanju državne lastnine s pomočjo oblikovanja vladnih lastniških politik.

V Sloveniji trije osnovni zakoni urejajo splošno področje prejemkov, in sicer:

1. Zakon o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD-1);
2. Zakon o delovnih razmerjih (v nadaljevanju ZDR-1) in

---

<sup>9</sup> Dr. Matej Lahovnik, Minister za gospodarstvo Republike Slovenije od 21. 11. 2008 do 8. 7. 2010.

<sup>10</sup> Marjan Kramar, nekdanji predsednik uprave NLB, d.d. od februarja 2004 do januarja 2009.

### 3. Obligacijski zakonik (OZ).

V skladu z ZGD-1, člen 270, morajo nadzorni organi poskrbeti, da so prejemki uprav v ustreznem sorazmerju z nalogami članov uprav in finančnim stanjem družbe ter v skladu s politiko prejemkov oziroma z načeli, ki veljajo za politiko prejemkov. Zakon ureja razkritje prejemkov delničarjem ter vprašanje politike prejemkov. V skladu s petim do sedmim odstavkom 294. člena zakon ureja obveznost, da se prejemke vodilnih za preteklo leto obvezno razkrije na skupščini in v letnem poročilu tako, da so razkriti prejemki za vsakega vodilnega ter razčlenjeni na fiksne in variabilne prejemke, udeležbo na dobičku, opcije in druge nagrade, povračila stroškov, zavarovalne premije idr. ZGD-1 vsebuje določila glede politike prejemkov, ki mora biti prav tako razkrita v letnem poročilu.

Zakon o delovnih razmerjih (v nadaljevanju ZDR-1) ne definira izraza prejemek. Kot plačilo za delo našteva i) plačo; ii) povračilo stroškov v zvezi z delom; iii) regres in iv) odpravnino ob upokojitvi. Zakon v 73. členu dopušča možnost, da lahko poslovodna oseba ali prokurist, ki skleneta pogodbo o zaposlitvi, drugače uredita pravice, obveznosti in odgovornosti iz delovnega razmerja, kakor določa člen 9 zakona, ki omejuje avtonomijo pogodbenih strank.

Razprava o primerni višini prejemkov in o upravičenosti do določenih prejemkov je v Sloveniji prisotna že vrsto let. Vrhunec je dosegla v letu 2010, ko je bil sprejet Zakon o prejemkih poslovodnih oseb v gospodarskih družbah v večinski lasti Republike Slovenije in samoupravnih lokalnih skupnostih (v nadaljevanju ZPPOGD). Področje urejanja prejemkov je bilo urejeno z vsakokratnimi priporočili Vlade R Slovenije (v nadaljevanju Vlada), ki pa največkrat niso bila upoštevana. ZPPOGD nekako nadgrajuje vsakokratne sklepe in priporočila Vlade ter predvideva sankcije za prekršek za predsednika in člane organa nadzora za kršitve določil zakona.

Zakon je namenjen izključno regulaciji nagrajevanja vodilnih menedžerjev in s tem preprečevanju ekscesnih primerov prejemkov vodilnih v družbah v državni lasti. Po tem zakonu je v skladu s 3. členom vodilni menedžer upravičen do (i) osnovnega plačila; (ii) spremenljivega dela plačila in iii) odpravnine. V kolikor je spremenljivi del plačila v pogodbi predviden, mora biti določeno tudi njegovo najvišje plačilo. Spremenljivi del je odvisen od vnaprej določenih in merljivih meril uspešnosti (obseg poslovanja, povečanje števila zaposlenih, ustvarjanje dodane in tržne vrednosti, širitev poslovanja na tuje trge, primerjava poslovanja s konkurenčnimi družbami ipd.). Spremenljivi del se določi s sklepom organa nadzora na koncu vsakega poslovnega leta, tako da se izplačilo 50 % tega prejemka odloži najmanj za dve leti. Po tem zakonu plačilo direktorjev z delnicami ali s sodelovanjem v delniških shemah in opcijah ni dovoljeno, razen v primeru, ko gre za delnice družbe, s katero se trguje na organiziranem trgu. V tem primeru se lahko direktorju izplača 50 % spremenljivi del v obliki delnic. Na tem mestu je smiselno omeniti zanimivost, da je pri bankah v državni lasti ta člen v nasprotju s 170. členom, odstavkom 7, Zakona o bančništvu (ZBan-2), ki pravi, da mora biti najmanj 50 odstotkov variabilnega prejemka vsakega posameznika

sestavljenega iz delnic banke, ali z delnicami povezanih instrumentov, kadar delnice banke niso uvrščene na organiziran trg.

ZPPOGD v tretjem odstavku 4. člena navaja, da morajo biti pri določitvi višine osnovne plače, variabilnega dela in odpravnine upoštevane naslednje omejitve: (i) vsi dodatki morajo biti že vključeni v osnovno plačilo; (ii) osnovno plačilo se določi v razmerju s povprečno bruto plačo, izplačano v družbah v skupini ali v družbi, če ni skupine, v preteklem poslovnem letu (razmerje določi Vlada Republike Slovenije z Uredbo o določitvi najvišjih razmerij za osnovna izplačila ter višine spremenljivih prejemkov direktorjev (v nadaljevanju Uredba)); (iii) variabilni del lahko znaša največ 30 % izplačanih osnovnih plač; in (iv) odpravnina je lahko izplačana v višini največ šestkratnega osnovnega mesečnega plačila direktorja. V predhodno omenjeni Uredbi so tako določeni najvišji mnogokratniki povprečne bruto plače s sedežem na območju R Slovenije, in sicer: (i) 3-kratnik za male družbe; (ii) 4-kratnik za srednje družbe in (iii) 5-kratnik za velike družbe.

V zadnjih letih zakon doživlja velike kritike zaradi neuporabnosti v praksi. Menim, da zakon prinaša negativno selekcijo kadrov in povzroča iskanje inovativnih rešitev pri popraviljanju prejemkov, tako da se z rešitvami poskuša zaobiti zakonska določila. Zakon tudi ne omogoča plačila za uspešnost poslovanja, tako navzgor kot navzdol. Prejemki vodilnih bi morali biti odvisni od njihove uspešnosti in učinkovitosti.

V času sprejemanja ZPPOGD še ni bilo urejenega centralnega upravljanja naložb države. Del tega upravljanja je tudi oblikovanje plačne politike družb. Z vzpostavitvijo institucije SDH se je vprašanje upravljanja državnega premoženja spremenilo. SDH je postal centralni organ upravljanja državnega premoženja in je v tem okviru tudi prevzel odgovornost za politiko prejemkov družb, ki jih upravlja.

Poleg predhodno naštetih zakonov prejemke v družbah v državni lasti ureja tudi Zakon o Slovenskem državnem holdingu (Ur.l. RS, št. 105/2012, 25/2014, v nadaljevanju ZSDH-1). Zakon v sedmem odstavku 46. člena ureja prejemke predsednika in članov uprave družbe Slovenski državni holdning, d.d. (v nadaljevanju SDH). Njihove prejemke določi nadzorni svet družbe. V skladu z določbo se pri določanju prejemkov ne uporabljajo določbe ZPPOGD. Kljub temu, po navedbah družbe v letnem poročilu za leto 2015, družba izplačuje upravi plače v skladu z ZPPOGD. Zakon ureja tudi prejemke organov vodenja družb, ki jih upravlja SDH. To vprašanje je urejeno v 23. členu zakona. SDH mora v vseh družbah s kapitalsko naložbo države uporabiti upravljavska upravičenja, da skupščine teh družb sprejmejo politike prejemkov organov vodenja skladno z zakonom, ki ureja gospodarske družbe. Če plačila članov organa vodenja glede na statusno obliko družbe in na njene notranje akte določa skupščina neposredno, SDH uporabi upravljavska upravičenja za sprejetje skupščinskih sklepov o plačilih, ki vsebinsko sledijo določbam tega člena. Skladno z zakonom, ki ureja gospodarske družbe, morajo biti vsi prejemki članov organov vodenja v skladu s tako politiko prejemkov, za kar so odgovorni organi nadzora družb. Poleg tega pa

politika družb s kapitalsko naložbo države določa še (i) najvišji dovoljen fiksni znesek; (ii) najvišji dovoljeni znesek variabilnega dela in (iii) najvišjo dovoljeno odpravnino. Vlada Republike Slovenije kot skupščina SDH mora dati predhodno soglasje k sklepom o politikah prejemkov organov vodenja, za katere glasuje SDH. S členom 90 (neuporaba ZPPOGD) ZSDH-1 je določeno, da se določbe ZPPOGD uporabljajo v družbah, v katerih ima SDH večinski delež ali prevladujoč vpliv, tudi po sprejetju zakona. V skladu s tem členom lahko politika prejemkov organov vodenja, ki je sprejeta v skladu s 23. členom zakona, prejemke oblikuje drugače, kot določa ZPPOGD. Navedeno pomeni, da lahko politike prejemkov odstopajo od določb ZPPOGD, vendar mora Vlada Republike Slovenije k takim odstopanjem dati predhodno soglasje.

Zakon, ki prav tako ureja delovanje državne družbe, Družba za upravljanje terjatev bank, d.d. (v nadaljevanju DUTB), je Zakon o ukrepih Republike Slovenije za krepitev stabilnosti bank (v nadaljevanju ZUKSB). Zakon v 8. členu, odstavek 7, ureja vprašanje prejemkov, in sicer navaja, da ne glede na določbe zakona, ki ureja prejemke poslovodnih oseb v gospodarskih družbah v večinski lasti Republike Slovenije in samoupravnih lokalnih skupnostih, politiko prejemkov članov upravnega odbora DUTB določi skupščina.

Menim, da lahko za Slovenijo rečemo, da so ukrepi na področju prejemkov družb v državni lasti usmerjeni predvsem v nadziranje višine prejemkov in manj v njihovo sestavo.

V okviru mehkega prava je treba omeniti Priporočila Združenja Manager pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih menedžerjev v gospodarskih družbah (Združenje Manager, 2014) (v nadaljevanju Priporočila) in Smernice Združenja nadzornikov Slovenije za upravljanje nejavnih družb (Združenje nadzornikov Slovenije, 2012) (v nadaljevanju Smernice). V obeh primerih gre za dokumenta stanovskih organizacij, ki spodbujajo dobro prakso v zasebnih družbah ter lahko dajejo neko ogledalo za ureditev istih vprašanj v družbah v državni lasti.

Priporočila (Združenje Manager, 2014, str. 3) v 4. členu navajajo področja, ki urejajo delovna ali druga razmerja:

1. dogovarjanje o pravicah, obveznostih in odgovornosti vodilnih menedžerjev v skladu z zahtevnostjo vodenja družbe;
2. opredeljevanje temeljnih elementov poslovnih in strateških načrtov, po katerih se presoja uspešnost vodilnih menedžerjev;
3. določitev meril spodbudnega nagrajevanja vodilnih menedžerjev in
4. postopki in plačila ob prenehanju funkcije vodilnega menedžerja.

Priporočila v 12. členu svetujejo, kakšna naj bo plača vodilnega glede na stopnjo zahtevnosti vodenja družbe. Merila, ki opredeljujejo velikost gospodarske družbe po tem členu, so: i) povprečno število zaposlenih v zadnjem poslovnem letu; (ii) čisti prihodki od prodaje in (iii)

vrednost aktive. Merila, ki odražajo kompleksnost poslovanja gospodarske družbe, so: (i) internacionalizacija poslovanja (domači, mednarodni ali globalni trg); (ii) diverzifikacija in zahtevnost izdelkov (nizka, srednja, visoka, najvišja) in (iii) organizacijska kompleksnost družbe (nizka, srednja, visoka, najvišja).

*Tabela 1: Razvrščanje družb po velikosti in kompleksnosti poslovanja*

Merila velikosti družbe (zgornje vrednosti pos. skupine)				Merila kompleksnosti poslovanja družbe			
Skupina*	Št. zaposlenih (do)	Prodaja (v mio €) **	Vrednost aktive (v mio €)	Internacionalizacija poslovanja	Zahtevnost izdelka/storitve	Organizacijska kompleksnost	
1	50	7	4	domači trg	nizka	nizka	
2	100	30	15		mednarodni trg	srednja	srednja
3	220	70	30			visoka	visoka
4	600	170	70	najvišja		najvišja	
5	1400	450	150	globalni trg			
6	3500	800	400				
7							

**Opomba:** \* Razvrstitev v skupine je skladna s stopnjo zahtevnosti vodenja.

\*\* Pri bankah se to merilo nadomesti z bilančno vsoto.

*Vir: Združenje Manager, Priporočila Združenja Manager pri sklepanju managerskih pogodb, 2014, str. 6.*

V skladu s 13. členom Priporočil pristojni organ družbe po lastni presoji oceni tehtnost in pomembnost posameznega merila velikosti in kompleksnosti poslovanja družbe. Kombinacija več meril je osnova, na kateri se določi stopnja zahtevnosti vodenja družbe, ki je podlaga za določitev plače vodilnega menedžerja v okviru ene izmed sedmih skupin. V najvišji, sedmi skupini določitev plače vodilnega managerja zaradi izjemne zahtevnosti vodenja družbe lahko presega priporočena merila.

*Tabela 2: Razponi plač po stopnjah zahtevnosti vodenja družbe*

Stopnja zahtevnosti (skupina)	Osnovna letna plača v tisočih € (razpon)
1	do okvirno 55.000
2	45.000 do okvirno 65.000
3	55.000 do okvirno 85.000
4	65.000 do okvirno 105.000
5	85.000 do okvirno 135.000
6	115.000 do okvirno 135.000
7	zunaj meril

*Vir: Združenje Manager, Priporočila Združenja Manager pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah, 2014, str. 7.*

Smernice (Združenje nadzornikov Slovenije, 2012, str. 16–17) v poglavju, ki se nanaša na plačila organom vodenja in nadzora, točka 6, navajajo:

1. plačila organa vodenja in nadzora naj bodo privlačna in sposobna zadržati ter motivirati člane organov glede na strokovnost, znanje in izkušnje, potrebne za uspešno vodenje in nadzor družbe;
2. primerno plačilo organa nadzora določijo lastniki na skupščini. Višina in oblika plačila naj bosta prilagojeni stanju v družbi in zahtevnosti funkcije;
3. organ nadzora naj razvije formalno politiko plačil organa vodenja in transparenten postopek za implementacijo te politike. V tem delu je mišljen variabilni del, ki naj bo določen v sorazmerju z doseženimi rezultati. Organ vodenja ne sme imeti nesorazmerno višjih plačil za isto funkcijo kot primerljive družbe. Višina plačil torej ne sme prehovati konkurenčnih družb in tudi ne zaostajati za njimi;
4. organ vodenja in nadzora mora imeti plačila, primerljiva z drugimi primerljivimi družbami. Višina in oblika plačila morata spodbujati nenehno izboljševanje poslovanja družbe;
5. organ vodenja in nadzora je odgovoren za sistem plačil in pogoje zaposlitve na vseh delovnih mestih v družbi;
6. organ nadzora mora upoštevati finančne vplive predčasnih prekinitev mandatov organov vodenja.

Kodeks upravljanja za nejavne družbe (Gospodarska zbornica Slovenije, Ministrstvo za tehnologijo in razvoj & Združenje nadzornikov Slovenije, 2016) vsebuje priporočila dobre prakse upravljanja družb in opredeljuje dve ravni, osnovno in napredno. Osnovna raven vsebuje temeljna priporočila dobre prakse korporativnega upravljanja, napredna pa priporočila dobre prakse korporativnega upravljanja za velike družbe. Kodeks priporoča oblikovanje sistema celotnih prejemkov članov organa vodenja. Prejemki naj bodo odvisni od nalog, finančnega stanja družbe in uresničitve ciljev. Sistem naj bo sestavljen tudi iz variabilnega dela, ki naj bo določen v sorazmerju z dosežki. Višina in oblika prejemkov morata spodbujati nenehno izboljševanje poslovanja družbe. V primeru velikih družb naj bo fiksni del prejemkov takšen, da predstavlja zadostno plačilo za primer, ko družba zadrži izplačilo variabilnega dela prejemkov zaradi neizpolnjevanja meril uspešnosti. Kadar se dodeli variabilni del prejemkov, je treba izplačilo tistega dela variabilnih prejemkov, ki presega skupne fiksne prejemke v zadnjem letu, odložiti za vsaj eno leto. Odpravnine naj ne presegajo fiksne deleže prejemkov v enem letu. Če so variabilni prejemki izplačani kot delnice, se te ne izplačajo vsaj tri leta po njihovi dodelitvi. Opcijski načrti in primerljivi finančni instrumenti naj ne predstavljajo pretežnega dela variabilnih prejemkov člana organa vodenja.

Namen Kodeksa upravljanja javnih delniških družb (Ljubljanska borza, d.d., Ljubljana, Združenje nadzornikov Slovenije & Združenje Manager, 2009) (v nadaljevanju Kodeks) je natančnejša določitev standardov upravljanja in vodenja javnih delniških družb, katerih



delnice so uvrščene na organizirani trg v Sloveniji. Standardom iz Kodeksa lahko sledijo tudi druge družbe. V členu 16. Kodeksa je navedeno, da v družbah obstaja sistem plačil upravi, ki omogoča pridobitev ustreznih članov uprave glede na potrebe družbe, hkrati pa zagotavlja skladnost interesov uprave in dolgoročnih interesov družbe. Kodeks ureja vprašanje prejemkov na zelo podoben način kot Kodeks upravljanja za nejavne družbe. Oba kodeksa sta del mehkega prava, vsebina standardov in priporočil ni obvezna.

Menim, da lahko za Slovenijo rečemo, da so ukrepi na področju prejemkov usmerjeni predvsem v nadziranje višine prejemkov in manj v njihovo sestavo.

### 3.3 Struktura prejemkov vodstev

Ferrarini, Moloney in Ungureanu (2009, str. 3–9) v opravljeni analizi »Understanding Director's Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis« ugotavljajo, da je finančna kriza tudi glede strukture prejemkov pustila velik pečat v Evropi. Strukture prejemkov so se v tem času razvijale in prilagajale nastali situaciji. Družbe so preverjale ustreznost struktur prejemkov in se odzivale na spremembe na trgu. Te spremembe so se zgodile predvsem v vsebini variabilnih deležev, medtem ko so sami variabilni deleži v strukturi prejemkov ohranili svojo prevladujočo vlogo glede na fiksne deleže. Tako variabilni deleži v strukturi plač vodstev v Evropi še vedno predstavljajo znaten delež skupnih prejemkov.

Nagrade, ki so bolj naravnane na plačilo za uspešnost, so lahko tudi v obliki lastniških deležev (angl. *equity based incentives*). Večina opravljenih študij glede prejemkov izvršnih direktorjev se nanaša predvsem na prejemke izvršnih direktorjev v ZDA in Veliki Britaniji. Izhodišče vseh študij je teorija agenta in iskanje povezav med različnimi oblikami nagrad za uspešnost in samo uspešnostjo družb. Aktivna vključitev vodstva v posledice uspešnega poslovanja, tako da je del njihovih prejemkov odvisen od uspešnega poslovanja, ki jim prinese deleže v kapitalu, omogoča, da se interesi enih in drugih zblížajo. Oboji imajo tako enake cilje, to je maksimiranje vrednosti. Jensen in Murphy (1990, str. 242–243) sta tako zapisala: »Teorija agenta predvideva, da bo politika prejemkov zavezovala agentove pričakovane koristi k pričakovanim ciljem principala. Pričakovani cilj principala je maksimiranje premoženja, zato teorija predvideva, da bo prejemek glavnega izvršnega direktorja odvisen od sprememb premoženja delničarjev« (Filatotchev & Allcock, 2010, str. 20–21).

Ni pomembna le višina stroškov motiviranja, temveč tudi njihova struktura. Če je sistem nagrajevanja slab, sredstva, investirana v motiviranje, enostavno nimajo učinka usklajevanja interesov vodstva z interesi družbe. Sistem nagrajevanja vodstev, ki bi bil primeren in učinkovit za vse družbe, ne obstaja. Gospodarske družbe in njihovi organi morajo nameniti precejšnjo pozornost področju nagrajevanja oziroma motiviranja vodstev. Pogoja srednjeročnega in dolgoročnega delovanja gospodarske družbe sta dobičkonosnost in ustvarjanje vrednosti za delničarje. Na uspešnost družbe vplivata tako uresničevanje

kratkoročnih ciljev kot tudi določanje in uresničevanje dolgoročnih strategij. Zato mora biti del kriterijev nagrajevanja naravnano na operativno delovanje vodstev, drugi del pa na njihovo strateško delovanje (Dolinar, Pirc, & Podbevšek, 2007, str. 61–62).

Struktura prejemkov vodstev se je po svetu v zadnjih dvajsetih letih precej spremenila. Med državami je opaziti precejšnje razlike. ZDA so uvedle največ novosti na tem področju, in sicer z razvojem gibljivih izplačil, ki so povezana z uspešnostjo. V Evropi je na začetku devetdesetih let gibljivi del plač znašal med 10 in 30 odstotki, sedaj pa se giblje med 20 in 60 odstotki (Zupan, 2001, str. 236).

V luči finančne krize so se prejemki izvršnih direktorjev v ZDA znašli pod nenehnim pritiskom zakonodajalcev, politikov, medijev, javnosti in akademikov. V centru so predvsem prejemki izvršnih direktorjev družb, ki so bile deležne kakršne koli državne pomoči. Odprto ostaja vprašanje, kako pravzaprav postaviti okvirje ustrezne ravni spodbud za izvršne direktorje. Izvršni direktorji imajo lahko preveč ali premalo variabilnega dela, kar lahko privede do težav na relaciji agent–principal. V tem kontekstu je treba upoštevati, da so spodbude na podlagi uspešnosti (variabilni del) močno odvisne od siceršnjega ekonomskega stanja posameznega izvršnega direktorja. To pomeni, da morajo biti spodbude strukturirane tako, da posameznega direktorja dejansko motivirajo (Core & Guay, 2010, str. 5–13).

Menedžerske plače in nagrade so lahko sestavljene iz petih postavk (Zupan, 2001, str. 189), in sicer:

- osnovne plače (angl. *base salary*), tj. s pogodbo dogovorjeno gotovinsko plačilo za opravljanje dela, navadno izplačano v dvanajstih mesečnih obrokih. V nekaterih državah pripada menedžerju letno 13 ali 14 plač. Osnovna plača postopno izgublja svoj pomen v celoti menedžerskih prejemkov. Vedno večji je poudarek na variabilnem delu;
- kratkoročne spodbude oziroma nagrade (angl. *short-term incentives*), vezane na doseganje letnih poslovnih ciljev. Navadno gre za vsakoletna menedžerska plačila in jih izplačujejo po objavljenih bilancah;
- dolgoročne spodbude (angl. *long-term incentives*), vezane na dolgoročno uspešnost podjetja. Praviloma jih izplačujejo v obliki delnic ali delniških opcij (glede na davčno zakonodajo v državi). To so negotovinske nagrade v vrednostnih papirjih oziroma v pravicah do nakupa delnic. Vezane so na poslovne rezultate podjetja za vrsto let;
- različne ugodnosti (angl. *benefits*) kot na primer življenjsko zavarovanje, dodatno pokojninsko in zdravstveno zavarovanje ipd., ki jih sicer dobijo tudi drugi zaposleni, vendar običajno pri vodilnih uslužbencih pride do veliko večjih ugodnosti;
- izjemne ugodnosti (angl. *perquisites*), ki so največkrat povezane z delom v podjetju (na primer razkošna pisarna, rezervirano parkirišče in podobno) ali s poslovanjem zunaj podjetja (avto, plačilo članarin v raznih organizacijah, združenjih, plačilo razkošnih hotelskih storitev ipd.).

Značilnosti sestave plač menedžerjev v primerjavi z ostalimi zaposlenimi so vsaj tri, in sicer: (i) da je delež osnovne plače manjši oziroma je delež nagrad, ki so odvisne od uspešnosti, občutno večji; (ii) manj je dodatkov na plačo, ki izhajajo iz delovnih razmerij; (iii) več je ugodnosti, ki izhajajo iz položaja menedžerja na hierarhični lestvici (Zupan, 2001, str. 234).

Celotni prejemki uprav v Sloveniji so sestavljeni iz naslednjih elementov (Kravanja Novak, Prijović, & Slapničar, 2013, str. 9):

1. fiksni prejemki,
2. variabilni prejemki (del plače, odvisen od uspešnosti) ter
3. drugi prejemki (bonitete, odpravnine) ne glede na to, ali so v denarju ali v obliki drugih ugodnosti.

V raziskavi Nagrajevanje uprav in nadzornih svetov v Sloveniji (Dolinar et al., 2007, str. 63–64), v katero je bilo vključenih 72 slovenskih javnih družb, je bilo ugotovljeno, da je delež variabilnih prejemkov v skupnih prejemkih uprav za člane uprav 23,73 % za leto 2005 in 16,99 % za leto 2006. Od 72 družb je 51 družb (za leto 2005) in 52 družb (za leto 2006) razkrilo podatke o strukturi prejemkov. Avtorji raziskave ugotavljajo, da razlog za zmanjšanje deleža ni v slabšem poslovanju družb, ki so bile zajete v raziskavo v letu 2006, saj so družbe poslovale bolje kot leto prej. Ugotavljajo, da variabilni prejemki uprav niso vezani na uspešnost poslovanja družb, temveč sklepajo, da je znižanje deleža variabilnega dela deloma posledica slabše prakse določanja prejemkov uprav s strani nadzornih svetov.

V Raziskavi o prejemkih uprav in nadzornih svetov v javnih delniških družbah v Sloveniji v obdobju 2010–2012 – Primerjava z obdobjem 2007–2009 (Kravanja Novak et al., 2013, str. 9) avtorice ugotavljajo, da se je glede na pretekla obdobja opustilo plačevanje menedžerjev iz dobička zaradi davčnih razlogov in slabših poslovnih rezultatov. Ugotavljajo tudi, da v strukturi prejemkov uprav še vedno ni zaznati dolgoročnih spodbud k dolgoročni vzdržni uspešnosti podjetij. Sprejemljivost plačevanja z lastniškimi deleži ali pravicami nanje je vse manjša. Zaradi nerazkritij tudi ni moč ugotoviti, ali se uveljavljajo novejši mehanizmi nagrajevanja, kot so odloženi bonusi, malusi in »clawback klavzule«. Le-ti izhajajo iz regulatornih zahtev v bančnem sektorju, vendar so jih pričeli uporabljati tudi v podjetjih v drugih panogah.

Vprašanje nagrajevanja vodilnih v družbah od nekdaj zaposluje mnoge teoretike. V zadnjih letih pa so ta vprašanja zaradi finančne krize še toliko bolj aktualna in jim posvečajo veliko pozornost, saj je okolje, prav zaradi krize, še toliko bolj občutljivo na prejemke vodilnih. Ta občutljivost se največkrat ne razlikuje glede na lastništvo družb (zasebna ali državna last), je pa res, da so družbe v državni lasti bistveno bolj pod drobnogledom kot tiste v zasebni lasti, kar je seveda razumljivo z vidika percepcije javnosti.

Zanimiv je pregled strukture prejemkov glavnega izvršnega direktorja v družbah v državni lasti v različnih državah Evrope in primerjava višine prejemkov glede na zasebni sektor. Iz primerjave je mogoče ugotoviti, da je v nekaterih državah primerljiva, v večini držav pa je višina prejemkov nižja od prejemkov v zasebnem sektorju.

*Tabela 3: Imenovanja glavnega izvršnega direktorja in prejemki v družbah v državni lasti v Evropi*

Države	Proces imenovanja	Prejemki		
		Kdo odloča	Elementi prejemkov	Višina glede na zasebni sektor
Avstrija	Nadzorni svet	Nadzorni svet		Pogodbe so oblikovane na temelju standardov posamičnih sektorjev
Danska	Neizvršni direktorji	Upravni odbor	Pretežno fiksni del, večina jih prejema nagrado za uspešnost	Pretežno je nižja
Nemčija	Vsi izvršni direktorji so imenovani s strani nadzornega sveta	Nadzorni svet	Fiksno in nagrada za uspešnost	Primerljiva z zasebnim sektorjem
Madžarska	Skupščina	Skupščina	Odvisno od velikosti družbe in uspešnosti	Pretežno je nižja
Nizozemska	Nadzorni svet	Nadzorni svet na podlagi potrditve delničarjev		Primerljivo
Španija	Upravni odbor skupaj z »Direction Generale Patrimonio Estado« in pristojnim ministrstvom		Večinoma fiksni del, nekatere družbe so sprejele tudi nagrade za uspešnost	Pretežno nižje
Švedska	Upravni odbor, v katerem je tudi en predstavnik ministrstva	Upravni odbor na temelju posebnih javnih smernic	Plača, bonitete, zavarovanja in pokojninske sheme	Smernice navajajo, da morajo biti prejemki konkurenčni, vendar načeloma ne višji kot primerljive družbe iz zasebnega sektorja

*Vir: DICE Database, Center for Economic Studies, CEO Appointment and Remuneration in State-owned Enterprises (SOEs), 2007, str. 1–3.*

#### **4 NEODVISNOST ČLANOV ORGANOV NADZORA**

Proces globalizacije je v zadnjih dvajsetih letih v svetovni ekonomiji pustil velik pečat. Z odprtjem svetovnih trgov in z rastjo moči srednjega sloja, ki je zmožen investirati, se je

lastništvo družb močno razpršilo, tako da je nastalo ogromno število manjših lastnikov/delničarjev. Neposredna posledica tega procesa je vrzel med lastništvom in vodenjem družbe. Med vzroke za nastanek finančne krize se uvršča tudi nenadzorovana moč vodilnih direktorjev družb in neuspešna vloga organov nadzora (Stein & Plaza, 2011, str. 1).

Ferrarini et al. (2009, str. 15–16) ugotavljajo, da je ustreznost prejemkov za izvršne direktorje tesno povezana z neodvisnostjo upravnih odborov/nadzornih svetov. Na prejemke uprav/izvršnih direktorjev lahko gledamo z dveh vidikov, in sicer: i) kot na nekakšen lek za agencijske stroške, ki nastanejo zaradi razpršenosti lastništva, ali ii) tako, da prejemki lahko tudi ustvarjajo stroške, ker služijo kot način za izčrpavanje družbe. Proces določanja prejemkov je lahko zlorabljen do te mere, da postane škodljiv za delničarje. To se lahko zgodi, če so cilji slabo ali napačno postavljeni. Naloga članov upravnih odborov, pri tem so mišljeni neizvršni direktorji, je, da nadzorujejo menedžment in s tem zmanjšujejo vrzel med menedžmentom in lastniki, ki je značilna pri razpršenem lastništvu. Kakovost njihovega nadzora pa je precej odvisna od neodvisnosti upravnih odborov. V primerih, kjer lastništvo ni razpršeno, je položaj nekoliko drugačen. Tukaj je vrzel med lastniki in menedžmentom precej manjša, saj praviloma večinski delničarji precej lažje nadzirajo menedžment, ker so precej bližje pomembnim informacijam in imajo tesnejše vezi z upravnim odborom. V takšnih primerih se postavi vprašanje varovanja interesov manjšinskih lastnikov. To vprašanje pa je rešljivo tako, da se v upravni odbor postavi povsem neodvisne neizvršne direktorje, ki niso povezani z večinskimi lastniki in pri svojih odločitvah od njih niso odvisni.

Priporočila glede vloge (neodvisnih) neizvršnih direktorjev ali članov nadzornih svetov (European Commission, 2004b, str. 8–18) navajajo, da potencialni konflikti interesov članov organov nadzora lahko nastanejo pri določanju prejemkov menedžmentu. V izogib tovrstnim konfliktom se družbam priporoča, da ustanovijo komisije za prejemke. Namen komisije za prejemke je, da daje priporočila organom nadzora oziroma njenim članom.

Komisija kot podporni organ povečuje učinkovitost organa nadzora, tako da:

1. pripravlja predloge glede politike prejemkov za menedžment kot celoto;
2. pripravlja predloge glede paketov prejemkov za posameznega vodilnega menedžerja;
3. predlaga vsebine pogodb za vodilne;
4. nadzira proces razkrivanja prejemkov, ki jih je družba dolžna razkrivati.

Prejemki članov organov nadzora dejansko vplivajo na njihovo sposobnost neodvisnega in objektivnega delovanja. Prvi razlog za takšno trditev je v dejstvu, da je višina prejemka pomembna, ker k sodelovanju lahko pritegne ustrezne kadre, po drugi strani pa je pomembno, da pretirana višina prejemkov ne omejuje objektivnosti članov organov, da bi se »ujeli« v interese tistih, ki odločajo o njihovem imenovanju ali o njihovih prejemkih. Pri postavljanju višine in strukture prejemkov za menedžment obstajata dve tveganji: zelo težko bo privabiti ustrezne kadre, če bodo prejemki prenizki. Drugo tveganje je v tem, da je treba

skrbno pripravljati pakete prejemkov in pri tem upoštevati dolgoročne načrte družbe. Če to ni upoštevano, lahko različne oblike spodbud, ki so bolj kratkoročno naravnane, vodijo do napačno zastavljenih strategij vodilnih, ki sledijo zgolj kratkoročnim ciljem z namenom, da bi prišli do spodbud (Technical Committee of the International Organization of Securities Commission, 2007, str. 26).

V družbah v državni lasti imajo upravni odbori, v dvotirnem sistemu pa nadzorni sveti, izredno pomembno vlogo pri upravljanju družb in nosijo končno odgovornost za njihov uspeh. V tej vlogi delujejo kot posredniki med državo kot lastnico/delničarjem in družbo ter njeno upravo. Takšen koncept je skladen s pravnimi ureditvami posameznih držav in ga države tudi uspešno vključujejo v pravne ureditve. Upravni odbori niso več zgolj nadzorni organi, ki zagotavljajo skladnost in zakonitost poslovanja, temveč tudi organi, ki imajo aktivno vlogo pri pripravi strategij in sodelujejo z vodstvom glede same izvedbe strategij. Navedeno pa ne velja za vse države; v nekaterih državah upravni odbori nimajo ustrezne podpore in posledično tudi ne takšne strateške vloge. V nekaterih primerih se države celo izogibajo uporabi navedene dobre prakse, tako da ministrstva neposredno imenujejo izvršni del vodstva ali z izvršnim vodstvom neformalno komunicirajo ali mu dajejo navodila. Dejansko takšno početje pomeni odmik od dobre prakse in zmanjšuje dodano vrednost upravnim odborom pri poslovanju družb. V skoraj vseh državah je imenovanje članov upravnih odborov družb v državni lasti v pristojnosti vlad oziroma pristojnih ministrstev. Pri tem pa so ministrstva dolžna upoštevati dejstvo, da morajo delovati v javnem interesu in delovati kot lastniki družb. Proces imenovanja članov upravnih odborov mora temeljiti na vnaprej postavljenih pravilih in biti nadzorovan s strani vlade kot lastnika. Pri tem je priporočljivo, da se v proces vključijo izkušnje in primeri dobre prakse iz zasebnega sektorja, kar pomeni, da je smiselno vključiti zunanje svetovalce za iskanje kadrov, graditi podatkovno zbirko potencialnih kandidatov ipd. Upravni odbor bi moral biti sestavljen tako, da sestava zagotavlja neodvisno in objektivno presojo. V večini držav so upravni odbori sestavljeni iz javnih uslužbencev ali posameznikov, v zadnjem času pa je v njih vse več neodvisnih direktorjev oziroma posameznikov s poslovnimi izkušnjami. Izbiri ustreznih kandidatov morajo potekati v skladu s formalnim postopki, ki vključujejo tudi nominacijske komisije. Ne glede na vse kadrovske procese pa je treba poudariti, da je potreba po zagotavljanju transparentnosti in odgovornosti nujna. Kljub temu pa mora država kot lastnik, da bi se izognili vsakršnemu dvomu glede fiduciarne dolžnosti direktorjev, vzpostaviti ustrezne načine komuniciranja, ki omogočajo ustrezno stopnjo samostojnosti. Za zagotavljanje samostojnosti upravnih odborov je treba vzpostaviti ustrezen način komuniciranja, ki ne sme dopuščati možnosti neposrednega komuniciranja predstavnikov političnih krogov z glavnim izvršnim direktorjem in pri tem mimo upravnega odbora vplivati na odločitve izvršnega direktorja. Kot primer možnosti vplivanja na samostojnost upravnih odborov ter kot primer slabe prakse korporativnega upravljanja je treba omeniti tudi situacije, v katerih država kot lastnik nastavlja »svoje ljudi« z namenom varovanja interesov vlade in pri tem ne upošteva interesov upravnega odbora kot celote (OECD, 2012, str. 5–17).

## 5 PREGLED POLITIKE PREJEMKOV V KONKRETNIH DRUŽBAH

V tem poglavju sem analiziral politike prejemkov družb v tujini in v Sloveniji; s tem sem želel prikazati problematiko prejemkov vodstev v praksi. Tuje družbe, ki sem jih pregledal, so Nama, Sareb in Reverta. Družbe so med seboj primerljive po dejavnosti, s katero se ukvarjajo. Njihova temeljna dejavnost je upravljanje problematičnih sredstev (angl. *distressed assets*), kar je primerljivo s temeljno dejavnostjo DUTB. Vse družbe so bile ustanovljene z namenom krepitve finančne stabilnosti bank v svojih državah. Zadnja med njimi je bila ustanovljena DUTB. Med seboj se močno razlikujejo po strukturi sredstev, s katerimi upravljajo, in po vrednosti. Za pregled družb, ki delujejo v Sloveniji, sem izbral SDH in KAD. Družbi se ne ukvarjata z upravljanjem problematičnih sredstev, vendar imata z DUTB istega lastnika, državo, ki je v vseh družbah edini lastnik. Temeljna razlika med družbami Nama, Sareb, Reverta in DUTB je v njihovem lastništvu. Vse tuje družbe so namreč v pretežni zasebni lasti. Države imajo v teh družbah manjšinski delež. Pregled je namenjen razumevanju različnih pristopov pri oblikovanju prejemkov in njihovi primerjavi.

Med družbe v državni lasti štejemo družbe, v katerih ima država ali lokalna skupnost pomemben nadzor na podlagi stoddstotnega lastništva, večinskega ali pomembnega lastništva (OECD, 2005, str. 11).

Razlogi za državno lastništvo so lahko različni. Družba je lahko za državo strateškega pomena in zato želi ohraniti večinski delež v njej. Država ustanovi družbo ali vstopi v njeno lastniško strukturo zaradi pomembnosti posamičnega projekta za državo in zaradi potrebe po njegovem financiranju (na primer ustanovitev projektne družbe za izgradnjo drugega tira med Kopro in Divačo). Za ta namen je država ustanovila posebno družbo, ki bo skrbela za izvedbo vseh aktivnosti tako v fazi priprave kot pozneje izgradnje drugega tira. Lahko vstopi v družbo, ki je v zasebni lasti, če je ta družba v finančnih težavah in je izrednega pomena za državo, tako da vstop v družbo dejansko pomeni njeno reševanje s strani države (na primer privatizacija bank). Večini družb v državni lasti je skupno, da služijo širšemu interesu.

Država svojo aktivno vlogo v družbah izvaja na različne načine, in sicer:

1. s postavitvijo strategije;
2. z določitvijo kazalnikov za merjenje učinkovitosti in dobičkonosnosti družbe in spremljanjem doseganja kazalnikov;
3. s poročanjem vladi in potrjevanjem letnih poročil na skupščini družbe;
4. z dajanjem soglasji k večjim investicijam družbe;
5. z imenovanjem članov organov vodenja ali nadzora;
6. s postavitvijo plačne politike za člane organov vodenja ali nadzora ter
7. preko kodeksov upravljanja družb.

## 5.1 Tujina

Kljub temu da imajo države v družbah, ki jih bom opisal v nadaljevanju, manjšinski delež, pa imajo vse močan vpliv na oblikovanje prejemkov vodilnih, bodisi posredno (z upoštevanjem splošne finančne situacije v primeru Sareb) ali neposredno s postavitvijo višine prejemkov (primer Nama). Sicer pa v gospodarsko razvitih državah te svojo vlogo izvajajo prek davčne politike, kar posledično vpliva na sestavo plač in manj na višino, ker spodbujajo predvsem plačilo za uspešnost.

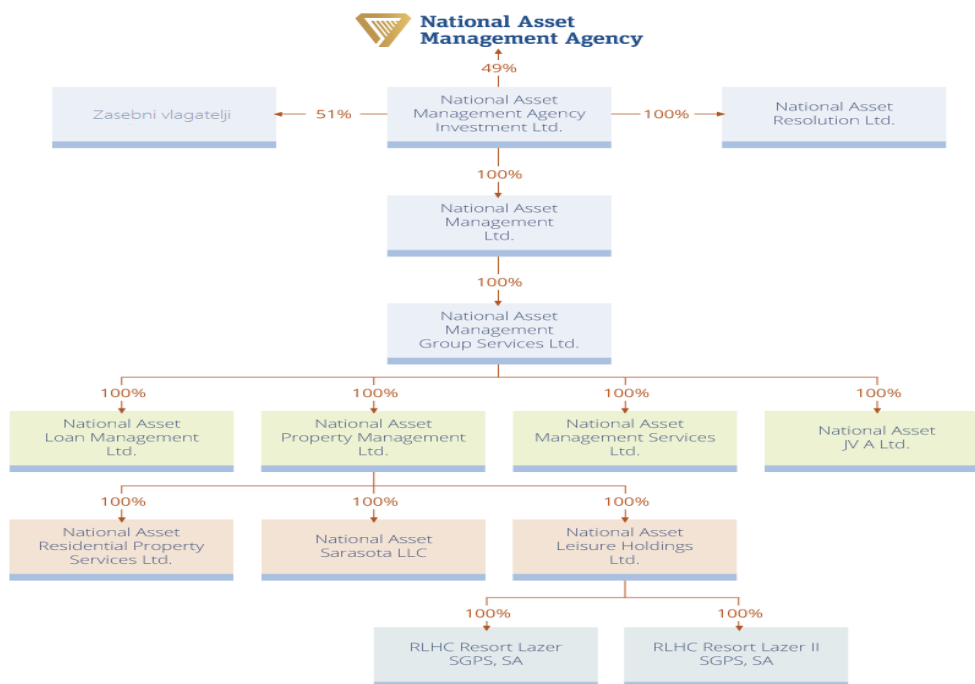
### 5.1.1 Nama

V nadaljevanju predstavljam družbo Nama (National Asset Management Agency) ali tako imenovano irsko slabo banko. Družba na spletni strani (About us, 2016) opisuje svoj nastanek. V letih 2008 in 2009 je bančna kriza na Irskem dosegla svoj vrhunec. V okviru različnih ukrepov, ki jih je država sprejela v tistih letih, je bila tudi ustanovitev agencije National Asset Management Agency (v nadaljevanju Nama), ki je bila ustanovljena novembra leta 2009. Nama je 49 % v državni lasti, 51 % pa v zasebni. Deluje pod »National Treasury Management Agency« (v nadaljevanju NTMA), ki je bila ustanovljena v letu 1990 z namenom upravljanja državnega dolga. Vsi, ki delajo za Namo, so uslužbenci NTMA. NTMA skrbi tudi za poslovne in podporne storitve, ki vključujejo kadrovsko podporo, IT, službo za upravljanje s tveganji, službo za komuniciranje ipd. Nama plačuje NTMA vse storitve, ki jih uslužbenci NTMA izvajajo zanjo, in stroške za osebje, ki so dodeljeni Nami.

Nama na svojem spletnem mestu navaja, da je tako strukturirana, da dolg za prevzete terjatve ni obravnavan kot javni dolg in ne vpliva na javne finance. V sklepu, ki ga je Evropski statistični urad (Eurostat) izdal julija 2009, je navedeno, da so lahko subjekti, ustanovljeni za poseben namen (angl. *Special Purpose Vehicle ali SPV*) in so v večinski lasti zasebnih družb, obravnavani kot subjekti zunaj državnega sektorja, v kolikor izpolnjujejo določene zahteve. Med temi zahtevami sta tudi, da je SPV ustanovljen za določen čas in z namenom reševanja finančne krize. Agencija je tako s pridom izkoristila dano možnost posebne obravnave in ustanovila investicijski holding, National Asset Management Agency Investment Ltd. Agencija lahko uveljavlja veto na odločitve, ki jih sprejema ta družba (About us, 2016). Struktura družbe je podana v Sliki 1.



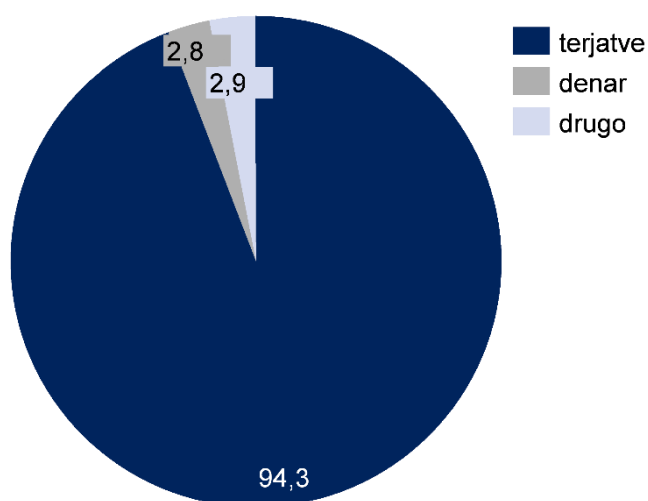
Slika 1: Struktura skupine Nama



Vir: About us, 2016.

Večino, več kot 90 %, portfelja družbe NAMA so na dan 31.12.2010 predstavljale nedonosne terjatve. Od preostalih vrst sredstev je imela NAMA še nekaj denarja in druga sredstva. Stanje sredstev je razvidno v Sliki 2.

Slika 2: Struktura portfelja družbe NAMA na dan 31. 12. 2010 v %



Vir: Nama, Annual report and Financial Statements 2011, str. 58.

Delovanje agencije ureja National Asset Management Agency Act 2009 (v nadaljevanju Akt). Akt v poglavju 2, odstavek 18, določa sestavo upravnega odbora. Upravni odbor je sestavljen iz sedmih članov, ki ji imenuje minister za finance, in dveh, ki sta postavljena po uradni dolžnosti (lat. *ex officio*) kot uslužbenca NTMA. Glavni izvršni direktor je tako član upravnega odbora po uradni dolžnosti. Člani upravnega odbora so lahko imenovani le za dva zaporedna mandata.

V skladu s poglavjem 2, točka 32 Akta, ima Upravni odbor štiri posvetovalne komisije, in sicer revizijsko komisijo, kreditno komisijo, finančno in operativno (na strateški ravni) ter komisijo za upravljanje s tveganji.

Akt v 21. poglavju navaja, da mora biti imenovani član upravnega odbora, ki ga je imenoval minister za finance, plačan v skladu z višino prejemkov, ki jih določi minister za finance. Tudi nadomestila in povračila se izplačujejo na način in v višini, ki jo določi minister za finance. Plačo določi minister ob začetku delovanja člana v upravnem odboru in se ne spreminja, razen nadomestil in povračil.

Pri pregledu letnega poročila družbe za leto 2015 je moč ugotoviti, da je objavljen podatek o prejemku zgolj za glavnega izvršnega direktorja. Pogodbeno dogovorjen prejemek znaša 430.000 EUR (35.833, 33 EUR na mesec) in je sestavljen iz osnovne plače, obdavčljivih bonitet in nagrade za uspešnost, ki je lahko izplačana do višine 60 % letne plače. Upravičen je tudi do pokojninske sheme v skladu s pogoji, ki veljajo za javne uslužbenca. Višino prejemka glavnemu izvršnemu direktorju določi glavni izvršni direktor NTMA, po posvetovanju z upravnim odborom NTMA, ki mu svetuje komisija za prejemke NTMA. V letu 2012 se je glavni izvršni direktor, na prošnjo finančnega ministra, odpovedal 15 % svojih prejemkov. V juliju 2013 je stopil v veljavo akt »Financial Emergency Measures in the Public Interest« (v nadaljevanju FEMPI), ki znižal prejemke vsem javnim uslužbencem. Ne glede na znižanje prejemkov se je glavni izvršni direktor odpovedal 15 % prejemkov tudi v letih 2013 in 2014. Znesek, ki ga je prejemal v letu 2015, je znesek po pogodbi: 430.000 EUR. Iz letnega poročila za 2015 izhaja, da je bil glavni izvršni direktor upravičen do nagrad za leti 2014 in 2015, ki pa se jima je odrekel. Kot je zapisano, so razlogi njegove odločitve ekonomski izzivi, v katerih se država nahaja. Glavni izvršni direktor je za leto 2014 prejel 387.000 EUR (mesečno 32.250 EUR). V letu 2015 je prejel 410.000 EUR (34.166 EUR mesečno).

Kot zanimivost iz letnih poročil za leta 2012, 2013, 2014 in 2015 je treba omeniti, da je glavni izvršni direktor v svojih izjavah izrazil zaskrbljenost glede možnosti zadrževanja kadra, ki dela za Namu (delajo preko NTMA, kjer so zaposleni). Zaradi prej omenjenega akta FEMPI je namreč prišlo do zniževanja plač v javnem sektorju, v katerega so vključeni tudi zaposleni v NTMA, in posledično tudi do velikega števila odhodov. Samo v letu 2014 je zaradi sprememb odšlo 20 % zaposlenih. V izjavi za leto 2015 omenja težave z zadrževanjem strokovnjakov, ki zaradi izboljšanih razmer na tržišču in zaradi povečanega

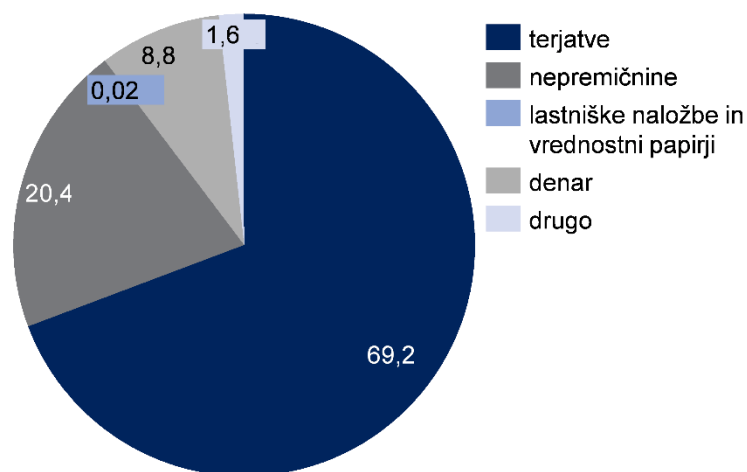
povpraševanja odhajajo v večjem številu. Dejanska težava je v nezmožnosti nudenja takšnih prejemkov, ki bi lahko bili konkurenčni ponudbam na trgu.

### 5.1.2 Sareb

Španska slaba banka La Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (v nadaljevanju Sareb) je bila ustanovljena zaradi reševanja težav, v katerih se je znašel španski finančni sektor oziroma institucije z veliko izpostavljenostjo do nepremičninskega trga. Družba je bila ustanovljena na podlagi pisma o nameri (angl. *Memorandum of Understanding*), ki ga je španska vlada podpisala z evropskimi partnerji v letu 2012 z namenom pridobitve finančne pomoči v bančnem sektorju. Predvidena doba obstoja družbe je 15 let. Podatke o nastanku družbe sem našel na spletnem mestu družbe (Sareb, 2016). Družba je bila ustanovljena v letu 2012 in je v večinski zasebni lasti (55 %), 45 % družbe je v lasti javnega subjekta Fondo de Reestructuración Bancaria (FROB), ki je bil ustanovljen z namenom vodenja prestrukturiranja bančnega sektorja. Zasebni lastniki so domače banke (14), tuje banke (2) in zavarovalnice (10). Na družbo je bilo prenesenih skoraj 200.000 lastniških in finančnih sredstev in 400.000 sredstev iz zavarovanja, v skupni prenosni vrednosti 50,8 milijard EUR.

Skoraj 70 % portfelja družbe Sareb so na dan 31.12.2010 predstavljale nedonosne terjatve. Od preostalih vrst sredstev je imela družba 20 % nepremičnin in skoraj 9 % denarja. Družba je imela še nekaj lastniških naložb in druga sredstva.

Slika 3: Struktura portfelja družbe Sareb na dan 31. 12. 2013 v %



Vir: Sareb, Annual report 2013, 2014, str. 122.

Družba ima enotirni sistem upravljanja s 15-članskim upravnim odborom, v katerem je 5 direktorjev neodvisnih, 8 direktorjev zastopa interese večjih lastnikov, 2 člana pa sta izvršna direktorja.

Upravni odbor ima dve komisiji, in sicer revizijsko komisijo in komisijo za imenovanja in prejeme. Poleg omenjenih dveh komisij v okviru upravnega odbora ima družba še podporne/svetovalne odbore, katerih namen je strokovna podpora upravnemu odboru.

V letnem poročilu za leto 2014 (v času pisanja te naloge letno poročilo za leto 2015 še ni bilo objavljeno na spletnem mestu družbe) družba ne razkriva prejemkov vsakega posameznega člana upravnega odbora, temveč se omejuje le na razkrivanje kumulativnih zneskov za neizvršne in izvršne direktorje. V tabeli, ki jo je družba vključila v letno poročilo, so podatki le o fiksnih prejetih zneskih. V kratkem stavku pa družba navaja skupen znesek variabilnega dela prejemkov za izvršne direktorje.

V nadaljevanju povzemam iz dokumenta »Informe sobre cómo se aplicó en el ejercicio 2015 la Política de retribuciones para los miembros del consejo de administración«. V skladu z 21. členom Statuta in 26. členom Predpisov upravnega odbora družbe ter 8. členom Poslovnika komisije za prejeme in imenovanja mora Komisija za prejeme in imenovanja (v nadaljevanju Komisija) pripraviti poročilo o politiki prejemkov za člane upravnega odbora. Poročilo mora vključevati popolne, jasne in razumljive informacije v skladu s prakso javnih družb in mora biti na skupščini dano v vednost delničarjem, ki ga potrjujejo.

Komisija za prejeme in imenovanja je v okviru korporativnega upravljanja družbe zadolžena za obveščanje glede plačne politike in spodbud za člane upravnega odbora in višjega vodstva družbe. Komisija je tudi odgovorna, da je izvajanje politike v skladu internimi akti družbe. Komisija je ustanovljena z namenom krepitve preglednosti poslovanja družbe in obveščanja javnosti glede načrtovane politike. Sklep o njeni ustanovitvi vsebuje številne vladne zahteve za dobro korporativno upravljanje in zahteve dobre prakse. Komisijo sestavlja osem članov.

Komisija se sestaja tako pogosto, kot je potrebno za učinkovito izvajanje njenih nalog, vendar najmanj enkrat na vsake tri mesece.

Pristojnosti Komisije so naslednje (naštete so zgolj nekatere pristojnosti):

- obveščanje o izvajanju Politike prejemkov;
- posredovanje predlogov upravnemu odboru v zvezi s Politiko prejemkov, ki jih obravnava skupščina;
- zagotavljanje, da je izvajanje politike v skladu s predpisi;
- predložitev predlogov za imenovanje članov upravnega odbora in njihovo razrešitev;
- predhodna ocena predlogov za imenovanje ali ponovno imenovanje upravnega odbora.

Upravni odbor mora predlagati skupščini v potrditev predlog letnih prejemkov članov upravnega odbora. Prejemki morajo odražati predanost, usposobljenost in odgovornost

članov upravnega odbora in v primeru neodvisnih direktorjev ne smejo biti tako visoki, da bi ogrozili njihovo neodvisnost.

Upravni odbor predloži skupščini družbe v potrditev Politiko prejemkov za člane upravnega odbora po predhodni odobritvi Komisije. Kljub temu da je to družba v zasebni lasti, je družba za prejemke izvršnih direktorjev postavila omejitve, ki jih je država uvedla za banke, dokapitalizirane z javnimi sredstvi, in sicer:

- letna osnovna plača ne sme presegati 500.000 EUR;
- variabilni del na letni ravni ne sme presegati 60 %. Izplačan je v treh letih ter vsebuje pogoje, pod katerimi so direktorji dolžni vrniti znesek;
- v primeru odpovedi so izvršni direktorji upravičeni do največ dvakratnika letne bruto plače.

Neodvisni člani upravnega odbora so upravičeni do največ 100.000 EUR letne bruto plače.

Politika prejemkov v družbi je v veljavi za vse zaposlene. Fiksni del prejemkov zaposlenih se določi na podlagi tržne primerjave, variabilni del pa je odvisen od posamezne kategorije zaposlenih, in sicer:

- vodilni menedžment je upravičen do 26 % letnega bruto prejemka;
- direktorji so upravičeni do 22 % letnega bruto prejemka;
- vodje so upravičeni do 5 % letnega bruto prejemka;
- projektni vodje so upravičeni do 10 % letnega bruto prejemka in
- strokovnjaki so upravičeni do 5 % letnega bruto prejemka.

Variabilni del temelji na ciljnih, potrjenih v letnem poslovnem načrtu, ki ga sprejme upravni odbor. Variabilni del se izplača, če je doseženih vsaj 70 % predvidenih prihodkov iz potrjenega poslovnega načrta. Če je cilj dosežen, se pri določitvi variabilnega dela upošteva še kvantitativne in kvalitativne dosežke, tako da 80 % odpade na kvantitativne dosežke in 20 % na kvalitativne. Kvantitativni kriterij je razdeljen: 45 % je odvisnih od EBITDA, 25 % pa od denarnega toka. V obeh primerih mora biti doseženih vsaj 70 % načrtovanega. V kolikor je doseženih 70 % načrtovanih ciljev, so zaposleni upravičeni do 40 % maksimalno dopustnega variabilnega dela. Če pa je doseženih ali preseženih 100 % načrtovanih ciljev, so upravičeni do 100 % variabilnega dela. 20 % variabilnega dela je merjenih v kvalitativnih kazalnikih vsakega posameznika.

Merila za določanje variabilnih prejemkov glavnega izvršnega direktorja določi upravni odbor direktorjev na podlagi predhodnega pozitivnega mnenja Komisije, v skladu s kvalitativnimi in kvantitativnimi kriteriji, povezanimi z razvojem družbe in v skladu s postopkom ter cilji, za katere je bila družba ustanovljena.

Pri pregledu letnega poročila družbe za leto 2014 ugotavljam, da so podatki navedeni kumulativno. Za pripravo finančnega poročila v delu, ki se nanaša na prejeme, je družba upoštevala 12 oseb, ki jih obravnava kot vodstvene (angl. *senior executives*) in za družbo ključne. Stroški prejemkov in sejin, ki so jih prejeli člani upravnega odbora in menedžment, znašajo 3.7 mio. EUR.

Družba je v letnem poročilu v pojasnilo zneska navedla sledečo tabelo:

*Tabela 4: Pojasnilo stroškov prejemkov in sejin v družbi Sareb*

	V tisočih EUR		
	Upravni odbor (*)	Vodstveni kadri	Skupaj
Fiksni prejemek	1527	2187	3714
<b>Skupaj</b>	1527	2187	3714

**Opomba:** (\*) Znesek vključuje tudi fiksni znesek dveh izvršnih direktorjev v višini 613.000 EUR, ki sta bila na dan 31. 12. 2014 člana upravnega odbora. V prvi četrtini leta 2014 je eden od vodstvenih direktorjev zapustil družbo in do datuma odhoda prejel 64.000 EUR. Neizvršni direktor, ki je družbo zapustil v marcu 2014, je prejel 21.000 EUR. Eden od izvršnih direktorjev je bil upravičen do variabilnega zneska v višini 83.000 EUR, katerega izplačilo je bilo odloženo za tri leta. Drugi izvršni direktor se je variabilnemu delu odpovedal.

*Vir: Sareb, Annual report 2014, 2015, str. 16.*

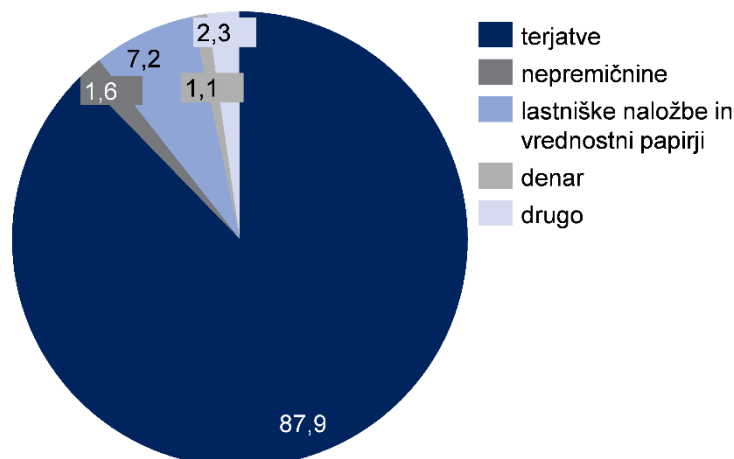
Iz navedene tabele in pojasnil je mogoče ugotoviti, da znaša letni znesek prejemek za dva izvršna direktorja 696.000 EUR. Tako je povprečen prejemek po posameznem izvršnem direktorju znašal 348.000 EUR, kar ne mesec znaša 29.000 EUR.

### 5.1.3 Reverta

Latvijska slaba banka je bila ustanovljena leta 2008, in sicer tako, da je na podlagi sklepa vlade država kupila kontrolni delež v banki Parex, ki je bila največja banka v državi in bi kot taka v primeru stečaja imela velik negativen vpliv na bančni sektor in državno gospodarstvo na splošno. V lastniško strukturo je država vstopila preko Agencije za privatizacijo in tako postala njen največji lastnik. Kasneje je delež v banki Parex kupila tudi Evropska banka za obnovo in razvoj (EBRD). Do njenega preoblikovanja je skrbela le za izterjavo sredstev in ni opravljala nobene druge dejavnosti kot komercialna banka. Do preoblikovanja je prišlo v letu 2011. V letu 2012 je bilo banki odvzeto dovoljenje za opravljanje bančne dejavnosti. Od preoblikovanja dalje je bila osnovna dejavnost banke upravljanje s težavnimi sredstvi. V letu 2012 je družba začela poslovati pod novo firmo Reverta. Trenutno je ena vodilnih družb v Baltski regiji, ki se ukvarja z upravljanjem težavnih sredstev.

Družba upravlja pretežno s terjatvami, saj slednje predstavljajo 87,9 % sredstev. Podrobnejši opis sredstev je predstavljen v Sliki 4.

Slika 4: Struktura portfelja družbe Reverta na dan 31. 12. 2012 v %



Vir: Reverta, Annual Report for the year ended 31. December 2012, 2013, str. 8.

Družba ima dvotirni sistem vodenja. Nadzorni svet šteje pet članov z mandatom treh let. Uprava družbe ima tri člane.

Družba je sprejela veljavna načela za prejeme menedžmenta, ki jih je potrdila skupščina družbe. Dokument se v izvirniku imenuje *AS „Reverta” valdes locekĜu atalgojuma pamatprincipi* oziroma v angleškem prevodu »Remuneration Principles for AS Reverta Management Board members«<sup>11</sup>.

Splošna načela prejemkov so naslednja:

1. Prejemki morajo prispevati k zaključku dolgoročnih nalog banke.
2. Prejemki morajo zagotavljati učinkovito upravljanje s tveganji v družbi.
3. Prejemki morajo biti pošteni, izrecno določeni in razumljivi.
4. Prejemki morajo biti konkurenčni na baltskem finančnem trgu in morajo zagotavljati kakovostno kadrovanje ter zaposlovanje strokovnjakov.

Načela, elementi in pogoji prejemkov menedžmenta družbe morajo biti vključeni v politiko prejemkov družbe.

V delu elementi in pogoji politike je navedeno, da so celotni prejemki sestavljeni iz prejemkov in odpravnine. Prejemki so postavljeni glede na individualne dosežke uprave družbe in na podlagi splošnih rezultatov družbe v določenem obdobju.

Prejemki so sestavljeni iz:

<sup>11</sup> Dokument sem prejel od uprave družbe in nima datuma njegovega sprejema.

1. fiksnega dela – bruto mesečni prejemek, ki ga določi nadzorni svet družbe, in
2. variabilnega dela – finančna spodbuda za doseganje splošnih rezultatov in za doseganje načrtovanih ciljev družbe. Znesek je namenjen tudi za doseganje individualnih ciljev uprave, ki jih postavi nadzorni svet.

Variabilni del se (ne) izplača pod naslednjimi pogoji:

1. V kolikor zaposlitveno razmerje preneha zaradi velike malomarnosti članov uprave ali zaradi kršitev notranjih pravil družbe ali drugih predpisov, se variabilni del ne izplača.
2. Nadzorni svet je upravičen zahtevati vračilo variabilnega dela prejemkov ali njihovega dela, če se ugotovi, da variabilni del temelji na lažnih podatkih.
3. O načinu razdelitve in načinu plačila odloča nadzorni svet.
4. Ocena delovanja uprave lahko poteka na letni ravni ali na daljše časovno obdobje.

V pogodbah s člani uprave morajo biti določeni način izplačila in zneski glede odpravnin ter pogoji, pod katerimi se odpravnina izplača, in sicer:

1. Odpravnina ne sme presegati treh bruto mesečnih zneskov.
2. Odpravnina ne sme biti izplačana, če je bila uprava odpoklicana zaradi izgube zaupanja kot posledice velike malomarnosti ali naklepa ali v primerih, ko je pogodba o zaposlitvi pretekla.
3. Izplačilo odpravnine je v pristojnosti nadzornega sveta družbe.

Družba ima sprejeto shemo za merjenje uspešnosti uprave družbe. Postavljeni so kriteriji uspešnosti na ravni družbe in kriteriji za menedžment.

*Tabela 5: Shema nagrajevanja poslovne uspešnosti članov uprave družbe za leto 2014*

	<b>Utež, % od celotnega bonusa</b>
<b>CILJI DRUŽBE</b>	<b>70</b>
1. Vračilo denarnih sredstev (v mio EUR)	
1a prodaja nepremičnin (v mio EUR)	35
• število enot	
• denar (v mio EUR)	
2. Stroški dela (v mio EUR)	15
3. Prodaja Estonskega kreditnega portfelja	5
4. Izvajanje strategije prestrukturiranja sredstev	5
5. Izvajanje strategije najpomembnejših izpostavljenosti	5
<b>CILJI MENEDŽMENTA</b>	<b>30</b>
Izvajanje potrebnih aktivnosti za implementiranje rešitev	20
Razvoj in predstavitev kadrovske strategije nadzornemu svetu	5
Iskanje in izobraževanje naslednikov članov uprave in ostalih ključnih kadrov	5

*Vir: Reverta, Performance remuneration scheme for the Management Board member 2014, 2014.*



Družba v svojem letnem poročilu za poslovno leto 2015 prikazuje kumulativen znesek prejemkov za ključni menedžment družbe, ki znaša 625. 000 EUR. Iz podatkov je možno izračunati, da je povprečen letni prejemek članov uprav 208.000 EUR, kar na mesec predstavlja 17.400 EUR.

## 5.2 Slovenija

Politika upravljanja podjetij v državni lasti (Vlada Republike Slovenije, 2009, str. 3) v točki 1.1 med podjetja oziroma družbe v državni lasti vključuje:

1. gospodarske družbe, ustanovljene po zakonu, ki ureja gospodarske družbe in v katerih ima Republika Slovenija finančno naložbo;
2. javna podjetja in zavode, ustanovljene po zakonu, ki ureja gospodarske javne službe, v katerih ima RS finančno naložbo, sredstva v upravljanju ali drugo obliko svojega finančnega premoženja ter
3. druge osebe javnega prava (javni zavodi, javne agencije, javni skladi), v katerih ima država sredstva v upravljanju.

V tem poglavju predstavljam tri slovenske družbe, ki med seboj niso primerljive po osnovni dejavnosti, saj se SDH in KAD ukvarjata z upravljanjem kapitalskih naložb, medtem ko DUTB upravlja pretežno s terjatvami, ki so bile prenesene iz komercialnih bank. Vse tri družbe pa imajo istega lastnika, državo. Prejemki vodstev v teh družbah se bili v času njihovega obstoja različno urejeni. Trenutna skupna značilnost vseh treh družb glede prejemkov vodstev je, da se v pretežni meri uporablja ZPPOGD. Namen tega poglavja ni poglobljena analiza posamezne ureditve, temveč predstavitev treh ureditev v družbah, ki bi morale imeti konceptualno podoben, če ne enak pristop k določanju prejemkov vodilnih.

### 5.2.1 Družba za upravljanje terjatev bank, d.d. (DUTB, d.d.)

Družba za upravljanje terjatev bank, d.d. (v nadaljevanju DUTB) je bila ustanovljena na podlagi Zakona o ukrepih za krepitev stabilnosti bank (Ur.l. RS, št. 104/2015, v nadaljevanju ZUKSB), s sklepom Vlade RS št. 01406-2/2013/3, z dne 14. 2. 2013, in vpisana v poslovni register, ki ga vodi Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (skrajšano AJ PES) dne 19. 3. 2013.

Razlog za njeno ustanovitev je bila finančna situacija bank (huda solventna in likvidnostna situacija), ki so v večinski državni lasti in opredeljene kot banke systemskega pomena. Zakon, ki ureja delovanje DUTB, je Zakon o ukrepih za krepitev stabilnosti bank; kot glavni namen ustanovitve DUTB navaja prestrukturiranje bank systemskega pomena. DUTB ni nikoli prestrukturiral bank, temveč je prevzel t. i. nedonosne terjatve<sup>12</sup> (angl. *Non*

---

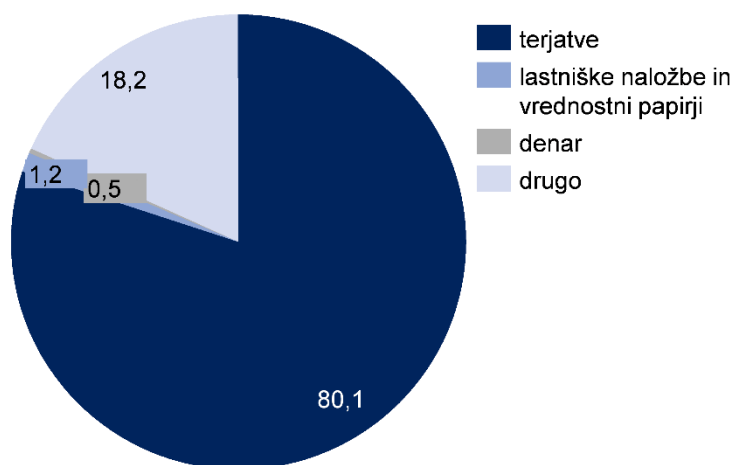
<sup>12</sup> Na podlagi definicije »European Banking Authority« (EBA) se kot nedonosne terjatve nedonosna terjatev

*Performing Loans*). Skladno s 3. členom ZUKSB je bil namen zakona krepitev stabilnosti bank zaradi ohranitve stabilnosti finančnega sistema v Republiki Sloveniji; kot cilje ustanovitve med ostalim navaja povrnitev proračunskih sredstev in zagotovitev pogojev za odprodajo kapitalskih naložb države v bankah. Družba je bila ustanovljena za določen čas, in sicer do 31. 12. 2017. Z novelo ZUKSB je bila življenjska doba družbe podaljšana do 31. 12. 2022.

Banke, Nova Ljubljanska banka, d.d. (v nadaljevanju NLB), Nova kreditna banka Maribor, d.d. (v nadaljevanju NKBM) v letu 2013 in Banka Celje, d.d. v letu 2014, je dokapitalizirala država. Tako so banke izboljšale bilance ter imele zadostni kapital in likvidnost. Dejstvo je, da dokapitalizacija ne bi bila možna brez prenosa slabih terjatev na DUTB. Aktivnosti, ki jih je začel DUTB izvajati v začetku leta 2014, so sprožile odziv na mednarodnih trgih, ki so se odzvali z znižanjem obrestnih mer na slovenski državni dolg.

Znesek slabih terjatev, ki jih je DUTB prevzela, je znašal bruto 5 mrd. EUR. DUTB je za prenesene terjatve plačala znesek v višini 1,6 mrd. EUR, kar predstavlja aktivo družbe DUTB. Plačilo prenosne vrednosti je družba izvedla z izdajo obveznic, ki jih je Evropska centralna banka potrdila kot ustrezne. Večino, 80 % portfelja, so predstavljale nedonosne terjatve. Od preostalih vrst sredstev je imela družba 18,2 % lastniških naložb in vrednostnih papirjev, nekaj denarja in drugih sredstev. Družba je imela še nekaj lastniških naložb in druga sredstva.

*Slika 5: Struktura portfelja družbe DUTB na dan 31. 12. 2013 v %*



*Vir: DUTB, d.d., Letno poročilo DUTB za leto 2013, 2014, str. 60.*

bank štejejo terjatve šteje terjatev, ki s poplačilom zamujajo poplačilo zamuja več kot 90 dni. Izražene so kot delež v vseh terjativah bančnega sistema glede na stanje na koncu leta.

Politiko prejemkov družbe ureja dokument z naslovom Politika prejemkov upravnega odbora Družbe za upravljanje terjatev bank, d.d. (v nadaljevanju Politika). Politika je bila prvič sprejeta v letu 2013 na podlagi 6. odst. 8. člena ZUKSB in je urejala prejemke članov upravnega odbora ter oseb s posebno naravo dela. Politika prejemkov je bila sprejeta na skupščini družbe. Politika je bila precej mednarodno naravnana in je temeljila na mednarodnih standardih, ki v Politiki niso bili dodelani. Temeljna značilnost politike prejemkov DUTB je bila, da ni omejevala zneskov prejemkov izvršnih direktorjev in oseb s posebno naravo dela navzgor, kar je bilo kasneje spremenjeno s Politiko, ki je bila sprejeta v letu 2015.

Dne 9. 6. 2016 je bila sprejeta nova Politika prejemkov upravnega odbora DUTB (Vlada Republike Slovenije, 2016) katere cilji so:

- na mednarodnem trgu privabiti, razviti in zadržati visoko storilne in motivirane zaposlene,
- zaposlenim ponuditi konkurenčne prejemke,
- motivirati zaposlene za doseg ciljev,
- uskladiti interese zaposlenih in Republike Slovenije kot edinega delničarja,
- usmeriti delovanje DUTB na strateška področja.

Prva in druga alineja sta sicer usmerjeni v zagotavljanje konkurenčnega okolja, vendar se to v nadaljevanju vsebine dokumenta nikjer ne odraža, tako da ta dva cilja izražata usmeritev zgolj na deklarativni ravni.

V skladu s Politiko člani upravnega odbora DUTB brez predhodnega soglasja skupščine DUTB ne smejo prejemati nobenih prejemkov in ne smejo biti v nobenem drugem pogodbenem odnosu z DUTB, razen odnosov, ki jih opredeljuje Politika prejemkov. Člani upravnega odbora DUTB ali z njimi povezane osebe ne smejo biti v nobenem pogodbenem odnosu z družbo, povezano z DUTB.

V skladu s Politiko prejemke za izvršne direktorje določa upravni odbor DUTB. Upravni odbor DUTB mora zagotoviti, da so prejemki izvršnih direktorjev v ustreznem sorazmerju z njihovimi pooblastili, nalogami, izkušnjami in odgovornostjo ter doseženimi rezultati.

Politika prejemkov pri neizvršnih direktorjih določa, da so celotni prejemki sestavljeni le iz fiksnega dela prejemkov (vanj so sejnine že vštete), ki je omejen navzgor, doplačil za članstvo v komisijah upravnega odbora, doplačila zaradi posebnih obveznosti neizvršnih članov upravnega odbora, ki izhajajo iz posebnosti družbe ter doplačila na obseg in kompleksnost dela posameznega neizvršnega direktorja. Po Politiki neizvršnim članom upravnega odbora ne pripada variabilni del.

V skladu s Politiko so prejemki izvršnih direktorjev sestavljeni iz:

- fiksnega dela prejemka, ki se določi v skladu z določbami ZPPOGD, ki urejajo določitev osnovnega plačila,
- variabilnega dela plačila glavnemu izvršnemu direktorju,
- pokojninske ugodnosti,
- boniteta v obliki zavarovanja poklicne odgovornosti,
- povračila stroškov za prevoz, nastanitev in prehrano,
- bonitete v obliki uporabe službenega vozila in komunikacijskih sredstev, potrebnih za opravljanje dela,
- odpravnine.

Za določitev fiksnega dela prejemka izvršnih direktorjev se višina povprečne bruto plače, izplačane v DUTB v preteklem poslovnem letu (brez prejemkov članov upravnega odbora ter prejemkov projektnih vodij, ki niso stalni rezidenti Republike Slovenije), pomnoži z mnogokratnikom od 3 do 4, za glavnega izvršnega direktorja pa z mnogokratnikom 5.

Glavnemu izvršnemu direktorju pripada variabilni del plačila vezan na uspešnost poslovanja družbe, v znesku 2.000 EUR bruto. Upravni odbor DUTB o upravičenosti do variabilnega dela prejemka odloča na podlagi predloga in predhodne odobritve komisije za prejemke.

Variabilna nagrada je tako fiksna in ohlapno povezana z merili uspešnosti. Politika ne določa variabilnega dela za ostala dva izvršna direktorja. Variabilni del se izplača, če so na letnem nivoju doseženi vsi kazalniki, ki jih za določanje uspešnosti družbe vsebujejo Smernice za delovanje DUTB (v nadaljevanju Smernice).

Zadnje Smernice so bile sprejete 16. 3. 2016 (Vlada Republike Slovenije, 2016). Smernice v prvem poglavju določajo kazalnike, ki so prikazani v tabeli.

*Tabela 6: Ciljne vrednosti kazalnikov poslovanja družbe DUTB*

<b>Kazalnik poslovanja</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Minimalni ustvarjeni prilivi (v milijonih EUR)	161	161	161
Ustvarjeni prilivi/začetna prenosna vrednost sredstev (v %)	10	10	10
EROE (vrednost lastniškega kapitala DUTB konec leta/vrednost vloženega kapitala s strani lastnika zmanjšanega za vračila kapitala lastniku) (v %)	8	8	8
Stroškovna učinkovitost (stroški poslovanja/povprečna vrednost v upravljanju) (v %)	1,6	1,8	1,9

*Vir: Vlada Republike Slovenije, Smernice za delovanje Družbe za upravljanje terjatev bank d.d, 2016a, str. 1.*

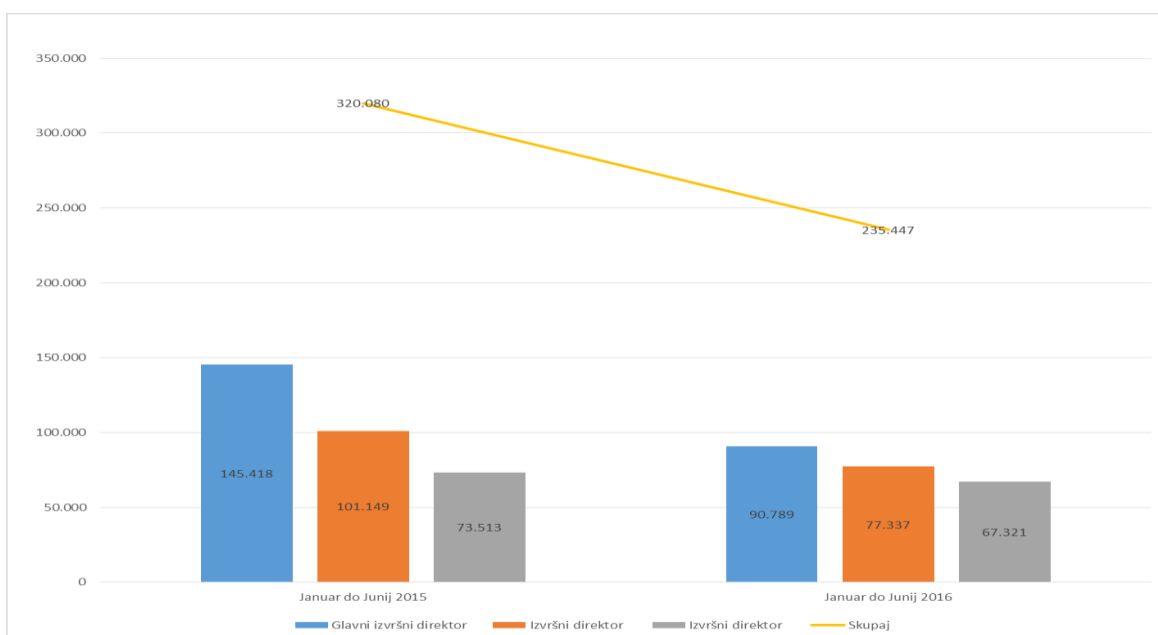
V letnih poročili družbe za leto 2014 in 2015 so navedeni prejemki za vsakega posameznega člana upravnega odbora posebej. Za neizvršne in izvršne direktorje so navedene naslednje posamezne kategorije:

- bruto dohodek;
- bonitete;
- ostala povračila, ki se nanašajo na povračila stroškov kot so letalske karte, hotelske nočitve, taksiji in povračilo prehrane
- odpravnina samo v letu 2014.

Skupen znesek prejemkov za izvršne direktorje družbe za leto 2014 je znašal 689.000 EUR, kar je za 3 izvršne direktorje znašalo povprečno 229.666 EUR oziroma 19.138 EUR mesečno. V tem znesku ni zajeta odpravnina, ki jo je prejel eden od izvršnih direktorjev ob svojem odhodu. V letu 2015 je družba izplačala 852.000 EUR za prejemke oziroma povprečno 284.000 EUR za posameznega izvršnega direktorja, kar na mesečni ravni znaša povprečno 23.666 EUR za direktorja. Za pravilno predstavo je potrebno povedati, da je glavni izvršni direktor, Torbjorn Mansson, prejel 491.000 EUR od 1. 1. 2015 do 26. 11. 2015.

Z zamenjavo glavnega izvršnega direktorja v oktobru 2015 in na podlagi učinka spremenjene Politike, ki se je zgodila v marcu 2015, so se zneski prejemkov za izvršne direktorje družbe občutno zmanjšali, kar je prikazano v Sliki 6.

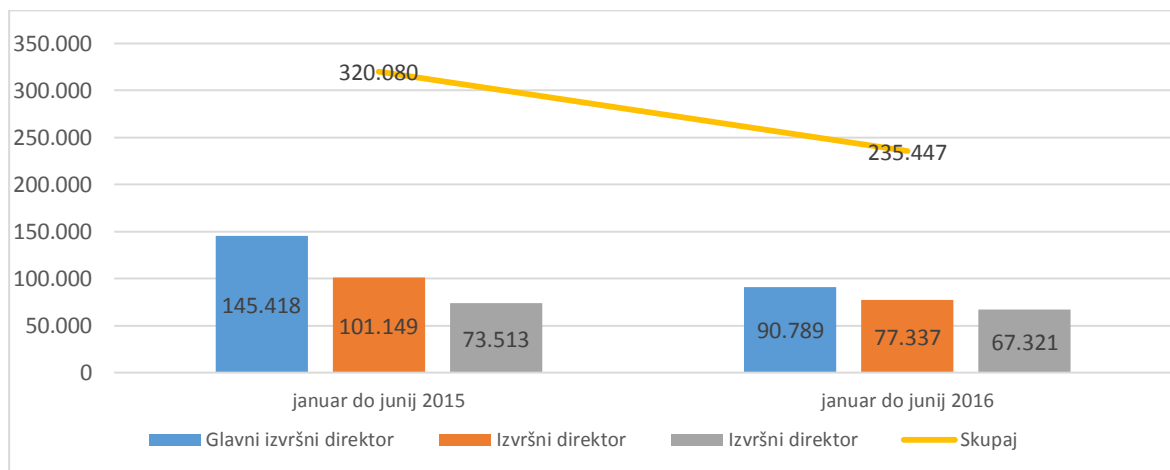
*Slika 6: Primerjava višine bruto prejemkov izvršnih direktorjev družbe DUTB*



Posledica nenehnih sprememb v plačni politiki družbe se kaže v nenehnem zmanjševanju prejemkov izvršnih direktorjev, ki se je dogajalo od decembra 2014 do junija 2016. V Sliki 7 so prikazani prejemki izvršnih direktorjev za obdobje od januarja do junija 2015 in 2016. Za primerjavo služita obdobji, ki sta primerljivi zaradi količine in vsebine podatkov. V

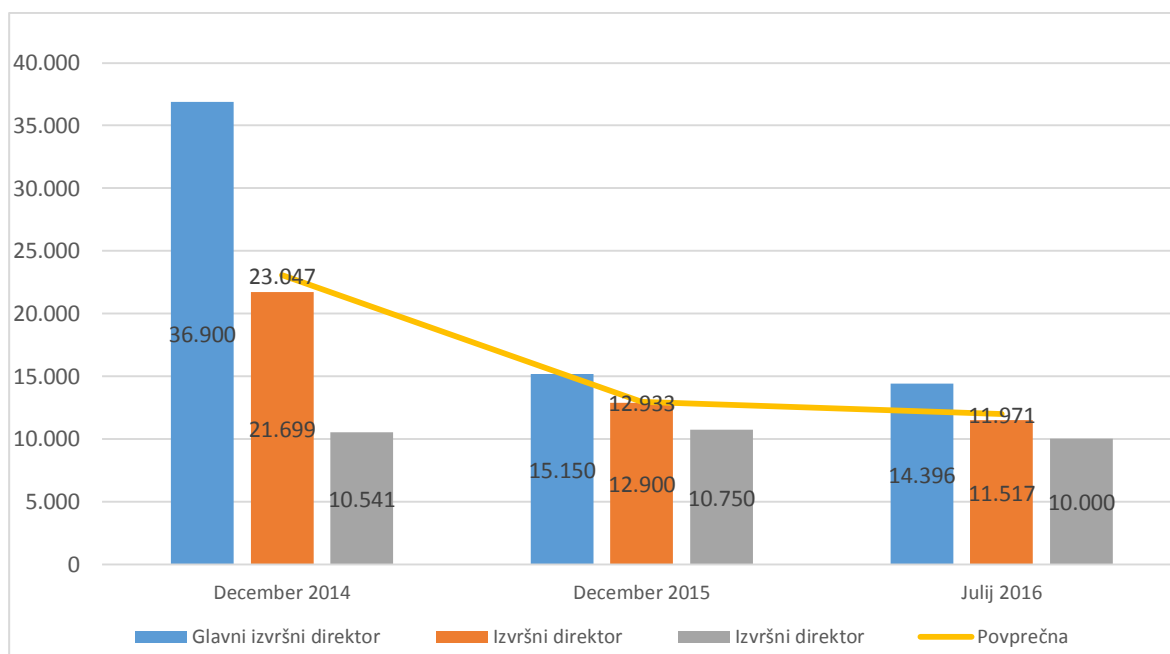
obdobju od januarja do junija 2015 je bil na mestu glavnega izvršnega direktorja Torbjorn Mansson, od januarja do junija 2016 pa Imre Balogh.

*Slika 7: Gibanje višine prejemkov izvršnih direktorjev družbe DUTB za obdobje od januarja do junija 2015 in 2016*



V Sliki 8 je prikazano gibanje višine prejemkov izvršnih direktorjev za posamezne mesece, ki so posledica sprememb politike.

*Slika 8: Primerjava višine prejemkov izvršnih direktorjev družbe DUTB za mesece december 2014, december 2015 in julij 2016.*



### 5.3 Primerjava prejemkov v izbranih slabih bankah

Čeprav ima DUTB v primerjavi z ostalimi tremi družbami (Sareb, Reverta in Nama)

bistveno več primerov prestrukturiranja družb, je kljub temu mogoče primerjati portfelje teh družb med seboj. Za primerjavo sem uporabil strukturo sredstev konec prvega leta po ustanovitvi posamezne družbe in ne vrednosti sredstev ob prenosu, in sicer za DUTB (31. 12. 2013), Namu (31. 12. 2010), Sareb (31. 12. 2013) in Reverta (31. 12. 2012).

*Tabela 7: Primerjava uspešnosti družb v letu 2014 in prejemkov izvršnih direktorjev oziroma članov uprav*

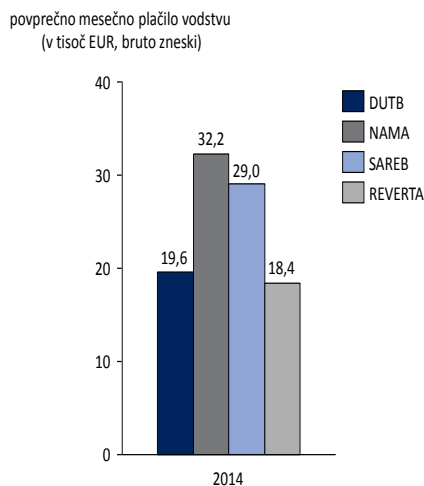
	<b>DUTB</b>	<b>NAMA</b>	<b>SAREB</b>	<b>REVERTA</b>
Velikost portfelja v EUR	1.182.180	29.654.610	54.250.041	513.467
ROE (v %)	21,90	44,70	-	-
Stroškovna učinkovitost (v %)	0,97	0,52	1,06	2,72
Povprečni letni prejemki izvršnih direktorjev v EUR	234.899	430.000	348.000	208.000

**Opomba:** Sareb in Reverta sta v letu 2014 izkazovala tako izgubo kot negativni kapital, zato izračun njunega ROE ni mogoč.

Vir: DUTB, d.d., DUTB, prezentacija 2016a, str. 3.

Za bolj nazoren prikaz razlik v prejemkih izvršnih direktorjev štirih družb sem pripravil izračun prejemkov izvršnih direktorjev in članov uprav na mesečni ravni.

*Slika 9: Povprečen mesečen prejemek izvršnih direktorjev oziroma člana uprave v letu 2014*



**Opomba:** Povprečno mesečno plačilo je izračunano iz letnih prejemkov, ki vključujejo tudi socialne prispevke, ne pa morebitnih odpravnin.

Vir: DUTB, d.d., DUTB, prezentacija 2016a, str. 4.

### 5.3.1 Slovenski državni holding, d.d. (SDH, d.d.)

Predhodnica Slovenskega državnega holdinga je bila Slovenska odškodninska družba, d.d. (v nadaljevanju SOD), ki je bila ustanovljena na podlagi Zakona o slovenskem odškodninskem skladu. Edini ustanovitelj družbe in lastnik je Republika Slovenija, ki svoje pravice uveljavlja na skupščini preko vlade. Družba je bila ustanovljena z namenom poplačila obveznosti po Zakonu o denacionalizaciji, Zakonu o zadrugah, 125. členu Stanovanjskega zakona in Zakonu o uporabi sredstev, pridobljenih iz naslova kupnine na podlagi zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij (Bakšič, 2001, str. 11).

Slovenski državni holding je nastal dne 26. 4. 2014, ko je bil uveljavljen Zakon o slovenskem državnem holdingu s prevzemom pristojnosti in obveznosti od Slovenske odškodninske družbe Sprememba firme pa je bila vpisana v sodni register dne 11. 6. 2014, hkrati s spremembo statuta družbe. S prevzemom SDH nadaljuje pristojnosti in obveznosti SOD, nadaljuje pa tudi z upravljanjem kapitalskih naložb v njegovi lasti in lasti Republike Slovenije. SDH poleg nalog, skladno s ZSDH-1, uresničuje vsa svoja pooblastila, pristojnosti, pravice in obveznosti družbe SOD pred preoblikovanjem (SDH, 2016).

Skupino sestavljajo obvladujoča družba Slovenski državni holding, d.d. in odvisne družbe. Družba ima več področij, s katerimi se ukvarja, vendar je najpomembnejše področje poslovanja obvladujoče družbe SDH upravljanje kapitalskih naložb v lasti SDH in/ali Republike Slovenije.

*Tabela 8: Stanje števila kapitalskih naložb SDH*

Vrsta kapitalskih naložb	Stanje na dan 31. 12. 2014	Stanje na dan 31. 12. 2015
Aktivne naložbe	30	29
Neaktivne naložbe (družbe v stečaju, likvidaciji)	12	14
<b>Skupaj</b>	42	43

*Vir: SDH, d.d., Nekonsolidirano in konsolidirano letno poročilo za leto končano 31. 12. 2015, 2016, str. 38.*

Statut Slovenskega državnega holdinga, d.d. (2015a, str. 3) v 1. odst. 5. člena navaja: »Namen družbe je koncentrirano upravljanje naložb, ki so v lasti družbe, Kapitalske družbe, Kapitalske družbe pokojninskega in invalidskega zavarovanja, d.d. in naložb Republike Slovenije, zato, da se vzpostavi stabilno lastništvo, kar zmanjša stroške upravljanja ter dolgoročno poveča donosnost in vrednost teh naložb za uresničitev gospodarskih in razvojnih ciljev ter ciljev javnega interesa.«

Družba ima v skladu s statutom naslednje organe:

- upravo,



- nadzorni svet,
- skupščino,
- ekonomsko-socialni strokovni odbor.

Statut SDH (2015a, str. 5) v 2. odst. 10. člena opredeljuje neodvisnost organov na naslednji način: »Organi družbe niso vezani na navodila državnih organov ali tretjih oseb, pri izpolnjevanju nalog pa morajo delovati neodvisno in samostojno v skladu s cilji, določenimi v strategiji in drugih aktih upravljanja, kot jih določa ZSDH-1.«

Čeprav ZSDH-1 v sedmem odstavku 46. člena navaja, da prejemke predsednika uprave in članov uprave določa nadzorni svet, je treba poudariti, da se za njihove prejemke še vedno smiselno uporablja ZPPOGD. Člani uprave imajo pravico do variabilnega dela.

Glede na podatke iz letnega poročila družbe (2014 in 2015) je struktura plače uprave družbe naslednja:

- fiksni del prejemkov;
- gibljivi del prejemkov;
- drugi prejemki (boniteta službeno vozilo);
- drugi prejemki (boniteta zavarovanje odgovornosti, kolektivno nezgodno zavarovanje);
- regres za letni dopust;
- povračilo stroškov in
- prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje.

Prejemki so v letnem poročilu navedeni za vsakega člana uprave posebej. Povprečen mesečni prejemek člana uprave družbe za leto 2014 je znašal 11.535 EUR (138.430 EUR), za leto 2015 pa 10.801 EUR (129.621 EUR).

### **5.3.2 Kapitalska družba, d.d.**

Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja d.d. (v nadaljevanju KAD) je bila ustanovljena na podlagi Zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju z namenom zagotavljanja sredstev za pokojninsko in invalidsko zavarovanje z upravljanjem lastnega premoženja. Temeljno poslanstvo KAD je gospodarjenje s premoženjem, prejetim v postopku lastninjenja nekoč družbenega premoženja. Ustanovitelj in edini lastnik je Vlada Republike Slovenije. Družba je ustanovljena za nedoločen čas in ima dvotirni sistem upravljanja (Kapitalska družba, d.d., 2014).

V svojem letnem poročilu za leto 2015 (Kapitalska družba, d.d., 2016, str. 24) družba, glede na način upravljanja, razvršča finančne naložbe v dve skupini, in sicer:

- kapitalske naložbe in
- portfeljske naložbe.

*Tabela 9: Podatki o sestavi finančnih sredstev družbe Kapitalska družba, d.d. (v tisočih EUR)*

<b>Vrsta naložbe</b>	<b>Vrednost</b>	<b>Delež (v%)</b>
KAPITALSKE NALOŽBE	528.603	56,8
Strateške naložbe	180.754	19,4
Pomembne naložbe	295.536	31,7
Portfeljske naložbe	51.039	5,5
Naložbe v stečaju ali likvidaciji	1.274	0,1
PORTFELJSKE NALOŽBE	402.417	43,2
Portfeljske lastniške naložbe	171.337	18,4
Portfeljske dolžniške naložbe	105.159	11,3
Denarni trg	125.921	13,5
Skupaj finančna sredstva	931.020	100,0

*Vir: Kapitalska družba, d.d., Letno poročilo 2015, 2016, str. 24, tabela 2.*

Statut družbe določa, da ima družba skupščino, nadzorni svet in upravo. Skupščina Kapitalske družbe, d.d. ima petnajst članov, ki jih imenuje Vlada Republike Slovenije. Ena tretjina je predstavnikov upokoencev in delovnih invalidov, ena tretjina predstavnikov delodajalcev in zavarovancev ter tretjina predstavnikov Vlade R Slovenije.

Prejemki članov uprave so urejeni v ZSDH-1. V skladu s petim odstavkom 51. člena ZSDH-1 za člane uprave Kapitalske družbe, d. d. veljajo enaki pogoji in merila kot za člane uprave Slovenskega državnega holdinga, d. d., skladno z določili ZSDH-1. Tako ob smiselni uporabi določil sedmega odstavka 46. člena ZSDH-1 prejemke članov uprave določi nadzorni svet, pri čemer se ne uporabljajo določbe ZPPOGD. Pogodbe o zaposlitvi članov uprave upoštevajo navedeno zakonsko podlago. Osnovno plačilo članov uprave je določeno v višini 5-kratnika povprečne bruto plače, izplačane v Skupini Kapitalska družba v preteklem poslovnem letu, pri čemer ne glede na tako opravljeni izračun osnovno plačilo ne sme presegati 95 % vsakokratnega osnovnega plačila predsednika uprave Slovenskega državnega holdinga, d. d., kot je javno objavljen. Vsi dodatki so vključeni v osnovno plačilo. Osnovno plačilo se usklajuje enkrat letno, potem ko so znani podatki o povprečni plači v Skupini Kapitalska družba za preteklo poslovno leto, uskladitev pa se izvede s 1. 7. tekočega poslovnega leta. Uprava ima po pogodbi pravico do izobraževanja doma in v tujini do 15 dni na leto na stroške Kapitalske družbe, d. d. v okviru sprejetega poslovno-finančnega načrta družbe (Kapitalska družba, d.d., 2015, str. 122).

V skladu s 34. členom statuta družbe s članom uprave sklene pogodbo o zaposlitvi nadzorni svet. V pogodbi se poleg plač določijo tudi stimulacije in bonitete, odpravnina v primeru razrešitve, konkurenčna klavzula ter druge pravice, obveznosti in odgovornosti v skladu z

veljavnimi prepisi in priporočili. Z vsebino pogodbe se seznanj skupščina.

Glede na podatke iz letnega poročila družbe (2014) je struktura prejemkov uprave družbe naslednja:

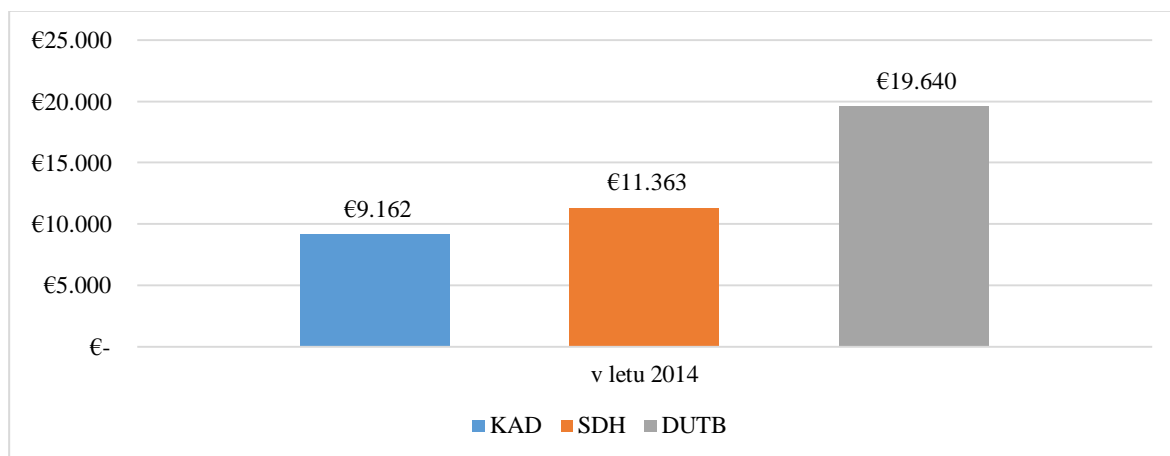
- fiksni prejemek, ki vključuje prejemek iz naslova bruto plač;
- variabilni prejemek, ki vključuje prejemke za uspešnost poslovanja, in sicer ob upoštevanju meril uspešnosti, največ v višini 30 % letne osnovne bruto plače v tem poslovnem letu;
- bonitete vključujejo bonitete iz naslova kolektivnega nezgodnega zavarovanja in/ali boniteto za službena vozila;
- povračila stroškov vključujejo prehrano in/ali prevoz in/ali nočitve in/ali dnevnice;
- zavarovalne premije (PDPZ), ki pomenijo vplačano premijo za prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje;
- udeležba pri dobičku;
- opcije;
- druge nagrade;
- druga dodatna plačila pomenijo regres za letni dopust.

Prejemki so v letnem poročilu navedeni za vsakega člana uprave posebej. Zanimivo pri prejemkih članov uprave je, da se še vedno določajo ob smiselni uporabi ZPPOGD. To pomeni, da prejemki upoštevajo vse omejitve, ki jih določa zakon. Poleg navedenega se kot povprečna plača upošteva povprečna bruto plača na konsolidirani ravni. Člani uprave imajo pravico do variabilnega dela.

Za leto 2014 znašajo povprečni mesečni prejemki članov uprave 9.162 EUR (letno 109.944 EUR). Za leto 2015 znašajo 10.857 EUR mesečno (letno 130.293 EUR). Dva člana uprave sta skupaj prejela 281.328 EUR. Znesek vključuje tudi variabilni del nagrade.

Za razliko od družb SDH in KAD prejemki izvršnih direktorjev družbe DUTB niso bili omejeni z ZPPOGD, temveč so temeljili na Politiki prejemkov upravnega odbora družbe, ki prejemkov ni omejevala navzgor. Določanje višine prejemkov je bilo prepuščeno neizvršnim direktorjem družbe.

Slika 10: Primerjava povprečnih mesečnih prejemkov izvršnih direktorjev in članov uprav družb KAD, SDH in DUTB v letu 2014

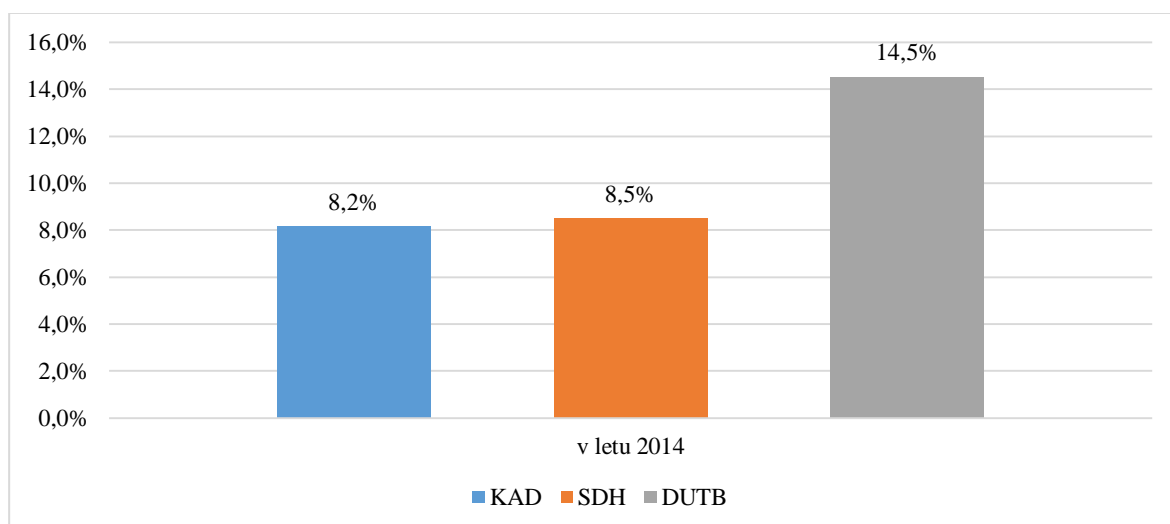


**Opomba:** Pri izračunu sem upošteval fiksni in variabilni del, bonitete in povračila stroškov. V izračunu je že upoštevana sprememba v upravi družbe SDH, ki se je zgodila konec marca 2014, in sprememba glavnega izvršnega direktorja DUTB.

*Vir: Kapitalska družba, d.d., Letno poročilo 2014, 2015, str. 110, tabela 42; SDH, d.d., Nekonsolidirano in konsolidirano letno poročilo za leto končano 31. 12. 2014, str. 105, 2015c; DUTB, d.d., Letno poročilo DUTB za leto 2014, 2015b, str. 135.*

Prejemki izvršnih direktorjev so tako v tem letu predstavljali sorazmerno velik delež v stroških dela družbe. Razlika v primerjavi s družbama KAD in SDH je v relativno višjih plačah izvršnih direktorjev DUTB.

Slika 11: Delež prejemkov članov uprav in izvršnih direktorjev v stroških dela za leto 2014 v družbah KAD, SDH in DUTB



*Vir: Kapitalska družba, d.d., Letno poročilo 2014, 2015; SDH, d.d., Nekonsolidirano in konsolidirano letno poročilo za leto končano 31. 12. 2014, 2015c; DUTB, d.d., Letno poročilo DUTB za leto 2014, 2015b.*

### 5.3.3 Odvisne družbe

Problematika prejemkov vodilnih ni lastna le družbam v neposredni državni lasti, temveč je značilna tudi za vodilne v družbah, v katerih je država posredno lastnik. Družbi SDH in KAD imata v svojem portfelju družbe, v kateri sta sami neposredni lastnici. Poleg tega ima SDH v upravljanju naložbe v podjetja, v katerih ima država neposreden lastniški delež.

DUTB je na podlagi transferja prevzel v neposredno last deleže ali delnice le v nekaj družbah. Del prevzetega je družba že odsvojila. Večji del portfelja družb, v katerem ima DUTB lastniški delež, predstavljajo družbe, v katerih je DUTB konvertiral prevzete terjatve do družb v njihov kapital (angl. *debt to equity*). Vse družbe, s katerimi SDH, KAD in DUTB bodisi upravljajo ali imajo v njih lastniški delež, so glede prejemkov podvržene ZPPOGD. V praksi to predstavlja veliko težavo pri kadrovanju sposobnih menedžerjev, ki lahko uspešno vodijo takšna podjetja.

Med cilji DUTB, ki jih navaja ZUKSB-A v 3. členu, prvi odstavek, je tudi učinkovito prestrukturiranje podjetij. Postopek prestrukturiranja se nanaša na finančno in poslovno prestrukturiranje. Oba postopka zahtevata sposobne strokovnjake s specifičnimi znanji in izkušnjami. Kakovostne kadre pa je treba nagraditi, vendar je to v trenutni pravni ureditvi nemogoče. Družbe, ki so prešle v neposredno last DUTB, so vse v hudih finančnih težavah.

*Tabela 10: Primerjava prejemkov vodstev v družbah v lasti DUTB pred in po vstopu v lastniško strukturo na dan 31. 12. 2015*

PODJETJE	Delež v %	Povprečna bruto plača za leto 2014 na zaposlenega v EUR	Fiksna mesečna bruto plača v EUR		Število odpravnin	
			Pred vstopom v lastništvo	Po prilagoditvi zahtevam ZPPOGD	Pred vstopom v lastništvo	Po prilagoditvi zahtevam ZPPOGD
Liv kolesa, d.o.o.	100,00	1.330	6.700,00	5.315,00	3	3
Aha emmi, d.o.o.	100,00	1.140	11.500,00	6.050,00	3	3
Aha plastik, d.o.o.	100,00	1.245	7.000,00	5.033,92	0	0
Sistemska tehnika, d.o.o.	89,73	1.530	8.000,00	6.248,64	12	6
Litostroj Ravne, d.o.o.	88,67	1.448	6.500,00	5.800,00	4	4
<b>Povprečno</b>		1.338,6			4,40	3,20
<b>Povprečje na mesec</b>			<b>7.940,00</b>	<b>5.689,51</b>		
<b>Povprečje na leto</b>			<b>95.280,00</b>	<b>68.274,12</b>		

**Opomba:** Aha emmi, d.o.o. je veliko podjetje, ostala so srednje velika podjetja.

*Vir: DUTB, d.d., Primerjava prejemkov, 2015.*

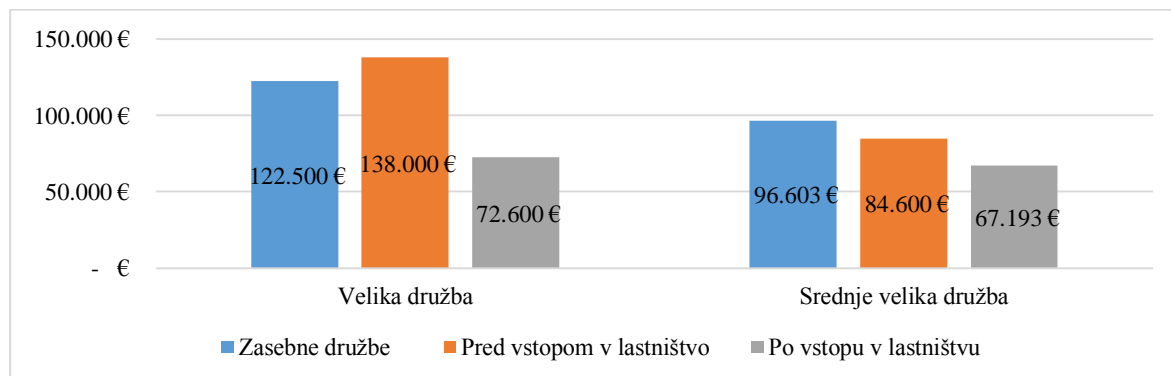
Podjetja, ki so navedena v Tabeli 10, so srednje velika ali velika podjetja, v katerih se

uporabljata mnogokratnika 4 in 5 letne povprečne bruto plače v družbi. Leto obdelave podatkov za družbe v tabeli je leto 2014. Na podlagi primerjave je razvidno, da so se prejemki močno znižali. Posledično so bili v nekaterih družbah zamenjani direktorji, ker niso želeli sprejeti znižanja prejemkov. V vseh družbah je treba izvesti poslovno prestrukturiranje, za kar so potrebni sposobni in izkušeni menedžerji. Ob pogojih, ki jim jih lahko nudijo navedene družbe, je kakovostna selekcija praktično nemogoča. Višina fiksnih prejemkov in možnost variabilnega dela, kot predpisuje ZPPOGD, je zelo nizka glede na odgovornost, ki jo menedžerji z vstopom v takšno družbo prevzemajo. ZPPOGD tudi ne omogoča nagrad v primeru uspešne prodaje lastniškega deleža. Povprečne bruto plače zaposlenih so izredno nizke, kar posledično pomeni, da ni moč oblikovati atraktivnega »paketa« prejemkov, s katerim bi lahko družba pritegnila kakovostne menedžerje, ki bi lahko obrnili poslovanje teh družb na bolje.

V nadaljevanju predstavljam primerjavo podatkov v tabeli 7 s podatki, ki sta jih na podlagi vzorca 225 anketiranih slovenskih menedžerjev analizirali in objavili avtorici magistrskega dela z naslovom Analiza nagrajevanja managerjev v zaprtih družbah v Sloveniji (Madon & Mestnik, 2014, str. 59). 21,3 % anketirani menedžerjev je zaposlenih v srednje velikih podjetjih ter 6,75 % anketiranih v velikih podjetjih. Avtorici ugotavljata, da znaša povprečen letni bruto prejemek managerja za leto 2013, na prvi ravni, za srednje veliko podjetje 96.603 EUR in za veliko podjetje 122.500 EUR. Pri tem sta tudi opozorili, da je bil v anketi najvišji razred navzgor neomejen, za potrebe analize pa sta ga navidezno omejili, kar lahko pomeni, da je imel kdo od respondentov celotne bruto prejemke dejansko višje, kot je določena sredina.

Pri primerjavi podatkov je potrebno povedati, da so bili prejemki menedžerjev podpovprečno poslujočih družb, ki so kasneje prešle v lastništvo DUTB, višji kot prejemki v primerljivih družbah iz analize, ki sta jo opravili avtorici Madon in Mestnik.

*Slika 12: Primerjava višine prejemkov v zasebnih družbah in družbah v lasti DUTB (srednje velike in velike družbe)*



Vir: M. Madon & M. Mestnik, Analiza nagrajevanja managerjev v zaprtih družbah v Sloveniji, 2014, str. 59, slika 3.

## **6 OBLIKOVANJE PRIPOROČIL ZA PREJEMKE UPRAVE V DUTB**

### **6.1 Uvod**

Za državo kot lastnika je najbolj pomembno, da ustrezno prerazporedi svoje pristojnosti. Pri tem se mora izogibati izvajanju političnih pritiskov, istočasno pa izvajati svoja lastniška upravičenja. Za zagotavljanje strokovnosti, konkurenčnosti in transparentnosti je potrebna jasna razmejitev med državo kot lastnikom in njeno vlogo kot upravljalcem.

Na podlagi primerjav, navedenih v tej nalogi, ugotavljam, da so prejemki vodilnih menedžerjev v družbah v državni lasti v povprečju nižji od prejemkov primerljivih družb v zasebni lasti. Variabilni del prejemkov je področje, ki bi mu bilo treba posvetiti precej več pozornosti. Kot v nalogi že zapisano, se je politika prejemkov upravnega odbora DUTB večkrat spreminjala. Do zadnje spremembe v juniju 2016 se politika ni sklicevala na določila ZPPOGD. Spremenjena politika tako vsebuje določila ZPPOGD, ki omejujejo višino prejemkov izvršnih direktorjev navzgor. Še bolj pomembno pa je, da nova politika ne vsebuje določil glede variabilnega dela prejemkov, ki bi zagotavljal večjo fleksibilnost posamezni družbi pri postavljanju višine variabilnega dela in kazalnice za merjenje uspešnosti. Variabilni del prejemkov pa je po ZPPOGD dopusten.

Sam sem v družbi DUTB zaposlen kot izvršni direktor in sem imel možnost spremljati spremembe politike prejemkov in njene učinke od samega začetka do danes. Predlog politike, ki sem jo oblikoval, temelji na izkušnjah iz preteklih let in vsebuje koncept politike nagrajevanja, ki bi lahko odpravil vse pomisleke v zvezi s konceptom prejemkov za družbo. Največji poudarek v mojem predlogu je na postavitvi variabilnega dela prejemkov.

V teoretičnem delu sem večkrat poudaril vprašanje primernega okvirja za izplačevanje prejemkov vodstev družb. Ta okvir mora izpolnjevati določene zahteve in pričakovanja. Ustrezna politika prejemkov je le del celotnega nabora pogojev, ki morajo biti izpolnjeni za učinkovito, transparentno in odgovorno poslovanje podjetja.

Na temelju teoretičnih izhodišč, ki jih obravnavam v tej nalogi, načel, smernic, politike prejemkov in različnih struktur plač v tem poglavju oblikujem temeljna izhodišča in predpostavke za oblikovanje lastnih priporočil. Poleg priporočil sem v tem delu pripravil izhodišča za oblikovanje ustrezne politike prejemkov, strukturo plač in podlage za merjenje uspešnosti (angl. *Key Performance Indicator*).

Priporočila morajo temeljiti na zakonodaji, mednarodnih standardih in priporočilih dobre prakse. Priporočila so kot pripomoček namenjena lastniku, članom organov vodenja in nadzora ter komisiji za prejemke in služijo pripravi politike prejemkov in paketov prejemkov. Priporočila in politike prejemkov morajo biti usmerjene v pridobivanje

vrhunskih strokovnjakov za upravljanje družbe ter v ohranitev sodelovanja z visoko storilnimi in motiviranimi člani organov vodenja ali nadzora. Prejemki morajo biti konkurenčni in motivacijski.

Priporočila predstavljajo minimalne standarde, ki jih morajo spoštovati družba, njeni lastniki, organi vodenja in nadzora ter komisija za prejemke. Opirati se morajo na sodobna dognanja s področja korporativnega upravljanja, ki vključujejo tudi politiko prejemkov.

## **6.2 Namen**

Priporočila so namenjena lastnikom, članom organov nadzora ter komisiji za prejemke in služijo pripravi skladne politike prejemkov.

Od članov organa nadzora in članov komisije za prejemke se pričakuje, da pri svojem delu aktivno uporabljajo priporočila in jih smiselno vključujejo v svoje procese delovanja in odločanja.

## **6.3 Temeljne predpostavke**

- **Neodvisnost in nepovezanost članov organov vodenja ali nadzora**

Člani organov vodenja in nadzora morajo biti neodvisni od lastnika, če gre za državo, in od političnih strank.

Člani organov vodenja in nadzora ne smejo biti povezani (osebno ali poslovno) z družbo, ki jo vodijo ali nadzirajo.

- **Razmejitev pristojnosti**

Pristojnosti članov organov vodenja in nadzora morajo biti jasno postavljene. Pomembno je postaviti jasno razmejitev nalog med člani upravnih odborov. Pristojnosti izvršnih direktorjev morajo biti jasno zapisane in ločene od pristojnosti upravnega odbora kot celote.

- **Transparentnost**

Člani organov vodenja in nadzora morajo delovati pregledno in javnost seznanjati z vsemi relevantnimi, vendar dopustnimi informacijami, ki se nanašajo na poslovanje družbe ali posameznike.



- **Cilji**

Člani organov vodenja in nadzora morajo imeti jasne cilje. V primerih, ko gre za neposredno državno last, se morajo zavedati, da delujejo v korist vseh državljanov in ne zgolj države oziroma vlade kot neposrednega lastnika. Končno odgovornost za uspešno poslovanje družbe morajo prevzeti člani organov vodenja in nadzora.

- **Predanost**

Člani organov vodenja in nadzora morajo biti predani svojemu delu. Delo morajo jemati kot poslanstvo in ne kot nekaj nujnega za preživetje.

- **Imeti dovolj širok nabor kandidatov**

Odločevalci, ki izbirajo strokovnjake za mesta v organih vodenja in nadzora, morajo imeti širok nabor kandidatov. Oblikovati morajo »bazen kandidatov«, ki naj bo strukturiran po posameznih gospodarskih področjih.

- **Izpolnjevanje pogojev**

Pri izboru kandidatov je treba upoštevati formalne in neformalne pogoje. Med formalnim pogoji naj bodo predvsem izobrazba, pretekle izkušnje, strokovne sposobnosti in reference. Med neformalnimi pogoji je treba preveriti sposobnosti sodelovanja z drugimi osebami, razumevanje posla, dejanski interes za opravljanje konkretnega dela, zanimanje, obvezo, da bo kandidat prispeval svojo energijo, znanje in čas v družbo, ter osebno integriteto.

- **Integriteta**

Kandidati morajo izpolnjevati visoke standarde etike in morale. Upoštevati in oceniti je treba preteklost kandidata, ki bi lahko vplivala na ugled podjetja.

- **Komisija za izbor**

V procesu izbora kandidatov za člane organov vodenja in nadzora morajo biti oblikovane komisije za izbor kandidatov. Komisije morajo biti oblikovane na podlagi kriterijev strokovnosti in neodvisnosti.

- **Proces izobraževanja**

Družba in njeni zaposleni se morajo prilagajati nenehnim spremembam, ki so stalnica. Zaradi spoznavanja novih dognanj in ugotovljenih potreb po novih znanjih je treba vzpostaviti proces izobraževanja. Proces izobraževanja je lahko uveden tudi kot ukrep –

odgovor na proces merjenja učinkovitosti ali kot posledica ugotovitve, da članom organa vodenja in nadzora manjkajo določena specifična znanja. Izobraževanje pomeni tudi spoznavanje družbe in njenih procesov na različnih ravneh, spoznavanje ljudi v družbi, spoznavanje kupcev ipd.

- **Ustreznost politike prejemkov**

Ustreznost politike prejemkov je treba redno preverjati in o njej poročati organom vodenja in nadzora. Politika prejemkov mora v vsakem trenutku odražati realno situacijo v družbi in mora biti uporabna, tako da vsebuje vsa spoznanja in spremenjene potrebe.

## **6.4 Predlagana politika prejemkov DUTB**

V trenutno veljavni Politiki prejemkov upravnega odbora DUTB je zapisano, da mora imeti družba ustrezno oblikovano politiko prejemkov, ki mora zagotavljati pogoje za kadrovanje najboljših strokovnjakov. Omogočati mora (i) privabljanje strokovnjakov na mednarodnem trgu; (ii) razvoj, ohranjanje trajnega sodelovanja ter ustrezno motiviranje visoko učinkovitih in motiviranih zaposlenih; (iii) konkurenčne prejemke, primerljive s prejemki družb v zasebni lasti. Politika prejemkov mora zasledovati najvišje mednarodne standarde in vsebovati strukturo prejemkov, ki je prilagojena posamični družbi in njenim specifikam. Prejemki morajo temeljiti na učinkovitosti podjetja in vsebovati spodbude za člane organov vodenja in nadzora za doseganje višje uspešnosti in učinkovitosti. Na papirju se namen politike lepo bere, vendar trenutno veljavni politiki manjkajo določene predpostavke, da bi bila lahko dejansko zanimiva za strokovnjake z mednarodnega trga.

Komisija za prejemke, ki je kot neodvisen in samostojen podporni organ upravnemu odboru, je nujna za spremljanje izvajanja politike prejemkov. V bistvu bi morala komisija predlagati spremembe in dajati priporočila upravnemu odboru, kar pa se v praksi ne dogaja. Politiko prejemkov dejansko kroji Vlada Republike Slovenije kot skupščina družbe, pri tem pa ima komisija za prejemke družbe DUTB zelo malo ali skoraj nič besede.

- **Sistem nagrajevanja izvršnih direktorjev**

Sistem nagrad mora omogočati stimulatívno okolje za člane organov vodenja ali nadzora. Upoštevati mora njihove odgovornosti, pristojnosti, učinkovitost, izpostavljenost. Pri postavljanju sistema je treba upoštevati cilje družbe, finančno stanje družbe, dejavnost družbe, panogo, v kateri družba posluje, prisotnost konkurence, odgovornost družbe, ki jo ima pri svojem poslovanju.

- **Sestava prejemkov**

Prejemki izvršnih direktorjev naj bodo sestavljeni iz:

- fiksnega dela,
- variabilnega dela na podlagi doseženih rezultatov,
- doplačila za vodenje kreditnega oziroma naložbenega odbora na ravni upravnega odbora,
- pokojninskih ugodnosti,
- bonitet v obliki zavarovanja poklicne odgovornosti,
- povračila stroškov za prevoz, nastanitve in prehrano,
- bonitet v obliki službenega vozila in komunikacijskih sredstev,
- odpravnine.

Izvršni direktorji niso upravičeni do nobenih drugih prejemkov ali ugodnosti, razen tistih, ki so določeni v predpisih in urejajo delovna razmerja.

- **Fiksni del**

Fiksni del naj se določi na podlagi pooblastil, nalog, tveganj, odgovornosti, izkušenj, kompleksnosti dela posameznega izvršnega direktorja in velikosti področja ali števila vodenih ljudi. Fiksni del mora odražati finančno stanje družbe in splošne pogoje na tržišču.

Za določitev fiksnega dela prejemka izvršnega direktorja se višina povprečne bruto plače, izplačane v DUTB v preteklem poslovnem letu, pomnoži z mnogokratnikom 5. O uporabi mnogokratnika odloči upravni odbor, upošteva podlage iz predhodnega odstavka. Fiksni del prejemka glavnega izvršnega direktorja ne sme presegati 15.000 evrov.

- **Variabilni del**

Izvršni direktorji naj bodo upravičeni do variabilnega dela prejemka ob doseganju merljivih in preverljivih rezultatov v skladu s finančnimi in nefinančnimi cilji uspešnosti, kot so določeni v poslovni strategiji družbe. Variabilni del se dodeli ob upoštevanju tako kratkoročne (v letu) kot dolgoročne (kumulativno, več let) uspešnosti in rezultatov. Variabilni del ne sme presegati 50 odstotkov izplačane bruto fiksne plače v določenem poslovnem letu. Ocenjevanje uspešnosti izvaja komisija za prejemke vsako leto. O upravičenosti bonusa odloča upravni odbor na podlagi predloga in predhodne odobritve komisije za prejemke.

Za dve leti po koncu poslovnega leta, za katero je bil bonus dodeljen, se odloži 50 odstotkov celotnega dodeljenega variabilnega dela. Odloženi bonus se ne izplača v primeru krivdnega predčasnega prenehanja zaposlitve. Bonus se izplača v denarju.

Skupni znesek variabilnega dela na letni ravni ne sme presegati 100 % izplačanega letnega fiksnega zneska izvršnega direktorja. Temeljno vodilo pri postavljanju politike prejemkov mora biti uspešnost družbe in jasno postavljeni cilji. Postavljeni cilji morajo biti merljivi. Za

njihovo merjenje so potrebni kriteriji.

Tabela 11: Kriteriji za merjenje uspešnosti družbe DUTB (v%)

Področje	Kazalnik uspešnosti	Skupna utež	50% nagrade za letne rezultate				50 % nagrade za kumulativne rezultate			
			P l a n o	A k t u a l n o	Za doseganje plana	Za preseganje plana do 10%	P l a n o	A k t u a l n o	Za doseganje plana	Za preseganje plana do 10%
<b>Finančni rezultati</b>					<b>Razporeditev nagrade</b>				<b>Razporeditev nagrade</b>	
Ustvarjeni prilivi	ustvarjeni prilivi / prenosna vrednost sredstev	<b>15</b>			3,75	do 3,75			3,75	do 3,75
Dobičkonost	ROE = čisti dobiček / povprečni kapital	<b>10</b>			2,50	do 2,50			2,50	do 2,50
Dobičkonost	EROE = kapital / vloženi kapital s popravki - 1	<b>5</b>			1,25	do 1,25			1,25	do 1,25
Sredstva vrnjena RS	vračila / investirana sredstva	<b>10</b>			2,50	do 2,50			2,50	do 2,50
Stroškovna učinkovitost	stroški poslovanja / povprečna sredstva	<b>20</b>			5	do 5			5	do 5
Napredek pri prestrukturiranjih	matrika napredka pri prestrukturiranjih (opomba i)	<b>20</b>			5	do 5			5	do 5
Učinkovitost organizacijskega razvoja	subjektivna ocena komisije za prejemke (opomba ii)	<b>15</b>			3,75	do 3,75			3,75	do 3,75
Skladnost v poročanju sumov kaznivih dejanj	subjektivna ocena komisije za prejemke (opomba iii)	<b>5</b>			1,25	do 1,25			1,25	do 1,25
<b>SKUPAJ</b>		<b>100</b>								

**Opombe:**

- Stroški poslovanja so definirani kot čisti stroški poslovanja brez slabitev iz naslova nepremičnin.
- Opomba i: Oblikovan je lahko točkovni sistem, ki odraža fazo prestrukturiranja, v kateri je podjetje (kot že merjeno). Določijo se cilji za točkovna izboljšanja.
- Opomba ii in iii: Oblikuje se anketno orodje za neizvršne direktorje, ki bodo ocenjevali na lestvici 1–2 (1 – nezadovoljivo, 2 – zadovoljivo, 3 – dobro, 4 – odlično). Ciljna vrednost je 2, vrednosti nad tem pomenijo preseganje cilja.

- **Kriteriji za merjenje učinkovitosti**

Vsak član organa vodenja mora poznati kriterije za merjenje njegove učinkovitosti. Odgovorni za merjenje učinkovitosti pa morajo to merjenje tudi izvajati.

Merjenje učinkovitosti je treba redno izvajati in upoštevati rezultate pri nagrajevanju.

## **SKLEP**

Zagotovo ni idealne podlage za izplačilo prejemkov, ki bi bila lahko uporabljena v vseh možnih situacijah, kljub temu pa lahko v večini situacij uporabimo nekaj osnovnih izhodišč za določanje izplačil prejemkov vodstev. Izhodišča so v bistvu uporabna tako za družbe v zasebni lasti kot za družbe v državni lasti.

Temeljno vprašanje je, kako privabiti in zadržati kakovostne vodilne. Kaj ponuditi vodilnim, da so motivirani in da delujejo v interesu delničarjev oziroma lastnikov. Resnično dobri vodilni kadri so redkost in jih je treba ustrezno nagraditi, da jih privabimo, motiviramo in da jih zadržimo. Seveda prejemki ne morejo in ne smejo biti edina oblika motivacije, so pa zelo pomemben dejavnik za privabljanje in/ali ohranjanje kakovostnih kadrov. Kako zastaviti uravnoteženo politiko prejemkov, da bodo vodilni dovolj motivirani, da bodo v delo vlagali ustrezen napor v korist lastnikov in ne zgolj v lastno korist? Ustreznost plačilne politike pomeni tudi, da so vodilni nagrajeni za uspešnost.

V pridobitnih dejavnostih je temeljna naloga vodstva povečevanje vrednosti za lastnike, kar pomeni, da mora biti vodstvo usmerjeno v poslovanje, ki lastnikom prinaša čim večjo vrednost za vložena sredstva. Z drugimi besedami, poslovna uspešnost podjetja je ključni dejavnik pri določanju prejemkov menedžerjev. Tudi za družbe v državni lasti, pri tem mislim na družbe, ki se ukvarjajo s pridobitno dejavnostjo, velja enako načelo. Prejemki menedžerjev morajo biti vezani na uspešnost podjetja.

Tako v tujini kot v Sloveniji se vodilni v podjetjih srečujejo s podobnimi vprašanji. Kako nastaviti sistem, da bo spodbuden za menedžerje in bil hkrati pozitivno sprejet v javnosti? Pristop k reševanju vprašanj, povezanih s prejemki, se razlikuje glede na pravne ureditve. Skupna je ugotovitev, da so prejemki v družbah v državni lasti v povprečju nižji od družb v zasebni lasti. Vzrokov je lahko več. Na prvem mestu je vsekakor percepcija javnosti: ta ima do višine prejemkov vodstev družb v državni lasti precej odklonilen odnos, ki ga dodatno spodbujajo vse javne razprave o prejemkih v takšnih družbah in izražena stališča ustvarjalcev javnega mnenja.

Razmišljanje o nujno potrebnih spremembah ureditve prejemkov vodstev v družbah v neposredni ali posredni lasti je prisotno že nekaj časa in vse več strokovnih organizacij in združenj podpira spremembe, saj se že nekaj časa vsi strinjajo, da trenutna ureditev v praksi

ne deluje. V času pisanja te naloge potekajo aktivnosti za celovito sistemsko ureditev problematike prejemkov vodstev v družbah v državni lasti. Spremembe pripravlja Ministrstvo za tehnologijo in gospodarski razvoj v sodelovanju s Slovenskim državnim holdingom.

Cilj naloge je seznanitev s problematiko izplačevanja prejemkov vodstev v družbah v državni lasti ali večinski državni lasti v nekaterih državah članicah Evropske unije in OECD in konkretnih družbah ter predlagati podlage za priporočila in za politiko prejemkov, ki bi temeljila na dobri praksi različnih oblik ureditev. Podlage za pripravo Politike prejemkov sem oblikoval za konkretno družbo, in sicer za Družbo za upravljanje terjatev bank, d.d. (v nadaljevanju Politika), ki je uporabna tudi za druge primerljive družbe. Politika vsebuje podlage za obravnavanje vprašanja prejemkov izvršnih direktorjev družbe. Podlage se nanašajo na fiksni in variabilni del prejemkov in na sestavo prejemkov, ki vsebuje ravnotežje med variabilnim in fiksnim delom. Tako oblikovana politika odraža kratkoročne in dolgoročne cilje poslovanja družbe. Določanje višine prejemkov temelji na določenih predpostavkah, ki morajo biti izpolnjene, da bi bila določena politika sprejemljiva.

Fiksni del plače, ki je v strukturi prejemkov v Sloveniji najbolj uporabljen, ne zagotavlja ustrezne spodbude za uspešno poslovanje podjetij. S postavitvijo podlag, ki jih je možno uporabiti v konkretni družbi, prilagojene pa tudi v kakšni primerljivi družbi, poskušam postaviti osnove za koncept plačila po uspešnosti in ne zgolj na podlagi fiksnega dela. Za merjenje uspešnosti poslovanja sem pripravil kriterije za merjenje uspešnosti, ki so prilagojeni konkretni družbi.

S postavitvijo koncepta bolj stimulatивne plačne politike sem želel ustvariti podlago za lažje pridobivanje vrhunskih strokovnjakov za upravljanje družbe in ohranitev sodelovanja z visoko storilnimi in motiviranimi člani organov vodenja. Le s stimulatивno politiko prejemkov lahko družba konkurira na trgu visoko kakovostnih managerjev.

Na koncu še sklepna misel. Delovanje v nestimulatивnem okolju nedvomno vodi k povprečnosti. Povprečnosti pa si ne želi nihče.

## LITERATURA IN VIRI

1. *About us*. Najdeno 15. januarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.nama.ie/about-us/group-structure>
2. Bakšič, J. (2001). *Slovenska odškodninska družba in kapitalna družba na slovenskem kapitalnem trgu* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
3. Bebchuk, L. A., Fried, J. M., & Walker, D. I. (2002). Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *The University of Chicago Law Review*, 69, 751–846. Najdeno 10. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2002.Bebchuk.Fried.Walker.ChicLR.Managerial.Power.pdf>
4. Belcredi, M., & Ferrarini, G. (2013). *Boards and shareholders in European listed companies*. Cambridge: Cambridge University Press.
5. Cadrain, D. (2003). Cash vs. Non-Cash Rewards. *HR Magazine*, 48(4), 81.
6. Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. (1992). *The Financial Aspects of Corporate Governance*. Najdeno 10. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>
7. Core, J. E., & Guay, W. (2010). Is CEO Pay Too High and Are Incentives Too Low? A Wealth-Based Contracting Framework. *Academy of Management*, 24(1), 5–19.
8. Davies, P. L., & Hopt, K. J. (2013, 1. april). Boards in Europe – Accountability and Convergence. *ECGI - Law Working Paper No. 205/2013*. *Oxford Legal Studies*. Najdeno 25. februarja 2016 na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=2212272>
9. DICE Database, Center for Economic Studies. (2007, 1. avgust). CEO Appointment and Remuneration in State-owned Enterprises (SOEs). Najdeno 29. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.cesifo-group.de/ifoHome/facts/DICE/Public-Sector/Public-Enterprises-privatisation/Governance-of-State-owned-Enterprises/CEO-appoint-remun-ceos/fileBinary/CEO-appoint-remun-ceos.pdf>
10. Dolinar, U., Pirc, I., & Podbevšek, G. (2007). *Nagrajevanje uprav in nadzornih svetov v Sloveniji 2005-2006*. Ljubljana: Združenje članov nadzornih svetov.
11. Družba za upravljanje terjatev bank, d.d. (2014). *Letno poročilo DUTB za leto 2013*. Ljubljana: Družba za upravljanje terjatev bank, d.d.
12. Družba za upravljanje terjatev bank, d.d. (2015a). *Primerjava prejemkov*. Ljubljana: Družba za upravljanje terjatev bank, d.d.
13. Družba za upravljanje terjatev bank, d.d. (2015b). *Letno poročilo DUTB za leto 2014*. Ljubljana: Družba za upravljanje terjatev bank, d.d.
14. Družba za upravljanje terjatev bank, d.d. (2016a). *DUTB, prezentacija 2016* (interno gradivo). Ljubljana: Družba za upravljanje terjatev bank, d.d.
15. European Commission. (2004a, 5. maj). Recommendation on the role of (independent) non-executive or supervisory directors, Consultation document of the Services of the Internal Market Directorate General. Najdeno 28. maja 2016 na spletnem naslovu [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/independence/2004-05-consultation\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/2004-05-consultation_en.pdf)

16. European Commission. (2004b, 14. december). Commission Recommendation of 14 December 2004 fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies. Najdeno 18. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:385:0055:0059:EN:PDF>
17. European Commission. (2005, 15. februar). Commission Recommendation of 15 February 2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board. Najdeno 28. maja 2016 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32005H0162>
18. Evropska komisija. (2009a, 30. april). Priporočilo komisije z dne 30. aprila 2009 o plačnih politikah v sektorju finančnih storitev. Najdeno 20. maja 2016 na spletnem naslovu [http://eur-lex.europa.eu/legalcontent/SL/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2009.120.01.0022.01.SLV&toc=OJ:L:2009:120:TOC](http://eur-lex.europa.eu/legalcontent/SL/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2009.120.01.0022.01.SLV&toc=OJ:L:2009:120:TOC)
19. Evropska komisija. (2009b, 30. april). Priporočilo Komisije o dopolnitvi priporočil 2004/913/ES in 2005/162/ES glede sistema prejemkov direktorjev javnih družb iz leta 2009. Najdeno 20. maja 2016 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/ALL/?uri=CELEX%3A32009H0384>
20. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 25, 1–32. Najdeno 15. januarja 2016 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94034](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94034)
21. Ferrarini, G. A., Moloney, N., & Ungureanu, M. C. (2009). Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis. *ECGI - Law Working Paper No. 126/2009*. Najdeno 25. februarja 2016 na spletnem naslovu <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1418463>.
22. Ferrarini, G. A., Moloney, N., & Ungureanu, M. C. (2010). Executive Remuneration in Crisis: A Critical Assessment of Reforms in Europe. *Journal of Corporate Law Studies*, 10(1), 76–81. Najdeno 5. junija 2016 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1707334](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1707334)
23. Filatotchev, I., & Allcock, D. (2010, 1. februar). Corporate Governance and Executive Remuneration: A Contingency Framework. *Academy of Management Perspectives*, 24(1), 20–21.
24. Genorio, M., Madon, M., & Slapničar, S. (2015). Analiza managerskih zaslužkov v nejavnih družbah v Sloveniji. *Economic and Business Review*, 17, 71–88.
25. Gibbs, M. (2012). Design and Implementation of Pay for Performance. *Discussion paper No. 6322, Study of Labour (IZA)*. Najdeno 5. maja 2016 na spletnem naslovu <http://ftp.iza.org/dp6322.pdf>
26. Gospodarska zbornica Slovenije, Ministrstvo za gospodarski razvoj in tehnologijo & Združenje nadzornikov Slovenije. (2016, maj). Kodeks upravljanja za nejavne družbe. Najdeno 25. maja 2016 na spletnem naslovu [http://www.zdruzenje-ns.si/uploads/Kodeks\\_upravljanja\\_za\\_nejavne\\_drube\\_maj\\_2016.pdf](http://www.zdruzenje-ns.si/uploads/Kodeks_upravljanja_za_nejavne_drube_maj_2016.pdf)
27. Hausmann, Y., & Bechtold-Orth, E. (2010). Changing Remuneration System in Europe and the United States – A Legal Analysis of Recent Developments in the Wake of the Financial Crisis. *European Business Organization Law Review*, 11(2), 195–229.



28. Jackson, K. V. (2011). Towards a Stakeholder-Shareholder Theory of Corporate Governance: A Comparative Analysis. *Hastings Business Law Journal*, 7, 309.
29. Jensen, C. M., & Meckling, H. W. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Najdeno 2. februarja 2016 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043)
30. Jensen, C. M., & Murphy, J. M. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264.
31. Kapitalska družba, d.d. (2014). Statut Kapitalske družbe pokojninskega in invalidskega zavarovanja, d.d. Najdeno 20. marca 2016 na spletnem naslovu [http://www.kapitalska-druzba.si/o\\_kapitalski\\_druzbi/predstavitev\\_druzbe](http://www.kapitalska-druzba.si/o_kapitalski_druzbi/predstavitev_druzbe)
32. Kapitalska družba, d.d. (2015). *Letno poročilo 2014*. Ljubljana: Kapitalska družba, d.d.
33. Kapitalska družba, d.d. (2016). *Letno poročilo 2015*. Ljubljana: Kapitalska družba, d.d.
34. Kocabiyoğlu, A., & Popescu, I. (2007). Managerial Motivation Dynamics and Incentives. *Management Science*, 53(5), 834–848.
35. Kostyuk, A., Stiglbauer, M., & Govorun, D. (2015). *The Theory and Practice of Directors' Remuneration: New Challenges and Opportunities*. Bingley: Emerald Group Publishing.
36. Kravanja Novak, N., Prijović, I., & Slapničar, S. (2013). *Raziskava o prejemkih uprav in nadzornih svetov v javnih delniških družbah v Sloveniji 2010–2012 – s primerjavo 2007–2009*. Ljubljana: Združenje nadzornikov Slovenije, Deloitte svetovanje d.o.o.
37. Lee, J. (2011). Regulatory Regimes and Norms for Directors' Remuneration: EU, UK and Belgian Law Compared. *European Business Organization Law Review*, 13(4), 599–637. Najdeno 15. maja 2016 na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=2736616>
38. Ljubljanska borza, d.d., Združenje nadzornikov Slovenije & Združenje Manager. (2009). Kodeks upravljanja javnih delniških družb. Najdeno 25. maja 2016 na spletnem naslovu [http://www.zdruzenje-ns.si/uploads/Kodeks\\_upravljanja\\_javnih\\_delniskih\\_druzba\\_2009.pdf](http://www.zdruzenje-ns.si/uploads/Kodeks_upravljanja_javnih_delniskih_druzba_2009.pdf)
39. Madon, M., & Mestnik, M. (2014). *Analiza nagrajevanja managerjev v zaprtih družbah v Sloveniji* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
40. Maher, M., & Andersson, T. (2000). *Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth*. Najdeno 5. maja 2016 na spletnem naslovu <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.218490>
41. Medoff, J. L., Brown, C., & Hamilton, J. (1990). *Employers Large and Small*. Cambridge: Harvard University - Department of Economics.
42. Monks, R. A. G., & Minow, N. (2001). *Corporate Governance*. Oxford: Blackwell Publishing.
43. National Asset Management Agency. (2009). National Asset Management Agency Act 2009. Najdeno 10. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.irishstatutebook.ie/eli/2009/act/34/enacted/en/pdf>

44. National Asset Management Agency. (2011). Annual report and Financial Statements 2010. Najdeno 25. maja 2016 na spletnem naslovu [https://www.nama.ie/fileadmin/user\\_upload/NAMAAnnualReport2010.pdf](https://www.nama.ie/fileadmin/user_upload/NAMAAnnualReport2010.pdf)
45. *O družbi*. Najdeno 20. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.sdh.si/sl-si/o-druzbi/osebna-izkaznica>
46. Organisation for Economic Co-operation and Development. (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publishing.
47. Organisation for Economic Co-operation and Development. (2005). *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*. Paris: OECD Publishing.
48. Organisation for Economic Co-operation and Development. (2012). Board of Directors of State-Owned Enterprises: An overview of National Practices. Najdeno 9. marca 2016 na spletnem naslovu [http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/CA/SOPP\(2012\)1/FINAL&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/CA/SOPP(2012)1/FINAL&docLanguage=En)
49. Organisation for Economic Co-operation and Development. (2013). »Board remuneration«, in Board of Directors of State Owned Enterprises: An Overview of National Practices. *OECD Publishing*, 67–71. Najdeno 10. marca 2016 na spletnem naslovu <http://dx.doi.org/10.1787/9789264200425-10-en>
50. Organisation for Economic Co-operation and Development. (2015). *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*. Paris: OECD Publishing.
51. Papenfuß, U., & Schmidt, C. (2015, februar). *Determinants of manager pay in German state-owned enterprises and international public policy implications: 3-year study for sectors, performance and gender*. Leipzig: Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät.
52. Reverta. (2013). Annual Report for the year ended 31. December 2012. Najdeno 10. maja 2016 na spletnem naslovu [http://www.reverta.lv/files/PDF%20finansu/2012\\_parskats/Reverta\\_2012\\_EN\\_EUR.pdf](http://www.reverta.lv/files/PDF%20finansu/2012_parskats/Reverta_2012_EN_EUR.pdf)
53. Reverta. (2014). *Performance remuneration scheme for the Management Board member 2014*. Riga: Reverta.
54. Rus, A. (2011). Upravljanje podjetij v državni lasti: Slovenska reforma v kontekstu vstopa v OECD. *Teorija in praksa*, 48(1), 25–44.
55. Salacuse, J. W. (2002). Corporate Governance in The Unce Region. Najdeno 10. maja 2016 na spletnem naslovu [http://www.unece.org/fileadmin/DAM/oes/disc\\_papers/ECE\\_DP\\_2002-2.pdf](http://www.unece.org/fileadmin/DAM/oes/disc_papers/ECE_DP_2002-2.pdf)
56. Sareb. (2014). Annual report 2013. Najdeno 10. maja 2016 na spletnem naslovu <https://www.sareb.es/en-en/shareholders-and-investors/Documents/Sareb-Annual%20Report%202013.pdf>
57. Sareb. (2015). Annual Report 2014. Najdeno 10. maja 2016 na spletnem mestu <https://www.sareb.es/en-en/shareholders-and->
58. Sareb. (2016). Informe sobre cómo se aplicó en el ejercicio 2015 la Política de retribuciones para los miembros del consejo de administración. Najdeno 25. maja 2016 na spletnem naslovu <https://www.sareb.es/es-es/accionistas-e-inversores/Documents/Informe%20sobre%20la%20Pol%20C3%ADtica%20retribuciones%20correspondiente%20al%20ejercicio%202015.pdf>.

59. Slovenski državni holding, d.d. (2015a). Statut Slovenskega državnega holdinga, d.d. Najdeno 20. marca 2016 na spletnem naslovu [http://www.sdh.si/doc/Aktualno/Statut%2C%208\\_6\\_2015.pdf](http://www.sdh.si/doc/Aktualno/Statut%2C%208_6_2015.pdf)
60. Slovenski državni holding, d.d. (2015b). Merila za merjenje uspešnosti poslovanja družb s kapitalsko naložbo države. Najdeno 20. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.sdh.si/doc/Upravljanje/MERILA%20ZA%20MERJENJE%20USPE%20A0NOSTI%20DRU%20S%20KAPITALSKO%20NALO%20BDBO%20DR%20BDAVE.pdf>
61. Slovenski državni holding, d.d. (2015c). Nekonsolidirano in konsolidirano letno poročilo za leto končano 31. 12. 2014. Najdeno 20. maja 2016 na spletnem naslovu [http://www.sdh.si/doc/Financna\\_porocila/Letno%20porocilo%202014%20-%20podpisano%20z%20mnenjem%20NS.pdf](http://www.sdh.si/doc/Financna_porocila/Letno%20porocilo%202014%20-%20podpisano%20z%20mnenjem%20NS.pdf)
62. Slovenski državni holding, d.d. (2016). Nekonsolidirano in konsolidirano letno poročilo za leto končano 31. 12. 2015. Najdeno 20. junija 2016 na spletnem naslovu [http://www.sdh.si/doc/Financna\\_porocila/Letno%20porocilo%20SDH%202015.pdf](http://www.sdh.si/doc/Financna_porocila/Letno%20porocilo%20SDH%202015.pdf)
63. Stein, G., & Plaza, S. (2011). *The Role of the Independent Director in CEO supervision and Turnover*. IESE Business School Working Paper, No. 133, 1. Navarra: University of Navarra.
64. Study Group chaired by Sir Richard Greenbury. (1995, 17. julij). *Director's Remuneration*. Najdeno 13. aprila 2016 na spletnem naslovu [http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury\\_less\\_recommendations.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury_less_recommendations.pdf)
65. Šturman, M. (2008). *Nagrajevanje agenta (menedžerja) z vidika principala (lastnika)* (magistrsko delo). Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
66. Technical Committee of the International Organization of Securities Commission. (2007, marec). *Board Independence of listed Companies, Final Report*. Najdeno 15. maja 2016 na spletnem naslovu <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD238.pdf>
67. Urankar, Ž. (2015). *Pravna regulacija nagrajevanja vodilnih menedžerjev* (diplomska naloga). Ljubljana: Pravna fakulteta.
68. Vlada Republike Slovenije. (2009). *Politika upravljanja podjetij v državni lasti*. Najdeno 25. aprila 2016 na spletnem naslovu [http://www.mf.gov.si/fileadmin/mf.gov.si/pageuploads/Finan%C4%8Dno\\_premo%C5%BEenje\\_in\\_poro%C5%A1tva/Kapitalske\\_nalo%C5%BEbe\\_RS/Politika\\_upravljanja\\_podjetij\\_v\\_dr%C5%BEavni\\_lasti/sprejeta\\_politika\\_upravljanja\\_podjetij.pdf](http://www.mf.gov.si/fileadmin/mf.gov.si/pageuploads/Finan%C4%8Dno_premo%C5%BEenje_in_poro%C5%A1tva/Kapitalske_nalo%C5%BEbe_RS/Politika_upravljanja_podjetij_v_dr%C5%BEavni_lasti/sprejeta_politika_upravljanja_podjetij.pdf)
69. Vlada Republike Slovenije. (2016a). *Smernice za delovanje Družbe za upravljanje terjatev bank d.d.* Ljubljana: Vlada Republike Slovenije.
70. Vlada Republike Slovenije. (2016b). *Politika prejemkov upravnega odbora Družbe za upravljanje terjatev bank, d.d.* Ljubljana: Vlada Republike Slovenije.
71. Watson R., Storey, D. J., Wynarczyk, P., Keasey, K., & Short, H. (1994). The remuneration of non-owner managers in small and medium-sized UK Enterprises. *Journal of Management Studies*, 31(4), 553–568.
72. World Bank. (2014). *Corporate Governance of State-Owned Enterprises: A Toolkit*. Najdeno 10. junija 2016 na spletnem naslovu <http://documents.worldbank.org/>

curated/en/228331468169750340/pdf/913470PUB097810B00PUBLIC00100602014.pdf

73. Zajc, K. (2004). *Corporate Governance v Sloveniji. Pravnoekonomska analiza gospodarskih družb*. Ljubljana: Pravna fakulteta.
74. Zakon o bančništvu. *Uradni list RS* št. 25/2015 in 44/2016 – ZRPPB.
75. Zakon o delovnih razmerjih. *Uradni list RS* št. 21/2013 in 78/2014 – popr.
76. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 65/2009 – UPB3, 33/2011, 91/2011, 32/2012, 57/2012, 94/2012, 96/2013, 29/2014 – odl. US.
77. Zakon o prejemkih poslovodnih oseb v gospodarskih družbah v večinski lasti Republike Slovenije in samoupravnih lokalnih skupnosti. *Uradni list RS* št. 21/2010, 8/2011 – ORZPPOGD4 in 23/2014 – ZDIJZ-C.
78. Zakon o Slovenskem državnem holdingu. *Uradni list RS* št. 105/2012, 25/2014.
79. Zakon o ukrepih za krepitev stabilnosti bank. *Uradni list RS* št. 104/2015.
80. Združenje Manager. (2014). *Priporočila Združenja Manager pri sklepanju individualnih pogodb vodilnih managerjev v gospodarskih družbah*. Najdeno 10. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.zdruzenje-manager.si/o-zdruzenju/dokumenti>
81. Združenje nadzornikov Slovenije. (2012). *Smernice za upravljanje nejavnih družb*. Najdeno 20. februarja 2016 na spletnem naslovu [http://www.zdruzenje-ns.si/db/doc/upl/smernice\\_za\\_upravljanje\\_nejavnih\\_druzob.pdf](http://www.zdruzenje-ns.si/db/doc/upl/smernice_za_upravljanje_nejavnih_druzob.pdf)
82. Združenje nadzornikov Slovenije. (2016). *Korporativno upravljanje*. Najdeno 20. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.zdruzenje-ns.si/stroka/korporativno-upravljanje>
83. Zupan, N. (2001). *Nagradite uspešne: spodbujanje uspešnosti in sistemi nagrajevanja v slovenskih podjetjih*. Ljubljana: GV založba.