

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

**PRIMERJAVA SISTEMA KORPORATIVNEGA UPRAVLJANJA
SLOVENSКИH IN NEMŠKIH JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB**

Ljubljana, junij 2008

Nikolina Lilek

IZJAVA

Študentka Nikolina Lilek izjavljam, da sem avtorica magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Aleksandre Gregorič ter dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, _____

Podpis: _____

KAZALO

1	UVOD	1
1.1	OPREDELITEV PROBLEMA, NAMEN IN CILJ DELA	1
1.2	METODE PROUČEVANJA IN ZASNOVA DELA	3
2	KORPORATIVNO UPRAVLJANJE	4
2.1	OPREDELITEV POJMA KORPORATIVNO UPRAVLJANJE	4
2.2	DEJAVNIKI RAZVOJA SISTEMA UPRAVLJANJA	6
2.2.1	Zakonska ureditev	6
2.2.2	Konkurenčnost narodnega gospodarstva	8
2.2.3	Kodeksi upravljanja gospodarskih družb	8
2.3	OPREDELITEV RAZLIČNIH SISTEMOV UPRAVLJANJA JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB	11
2.3.1	Zunanji napram notranjemu sistemu korporativnega upravljanja	11
2.3.2	Enotirni in dvotirni sistem	13
2.3.3	Lastniško upravljanje in deležniško upravljanje	15
2.4	POMEN KORPORATIVNEGA UPRAVLJANJA	17
3	SISTEM UPRAVLJANJA V SLOVENIJI	18
3.1	KORPORATIVNO UPRAVLJANJE V SLOVENIJI	18
3.1.1	Privatizacija v Sloveniji	18
3.1.2	Koncentracija lastništva	20
3.2	LJUBLJANSKA BORZA	23
3.2.1	Obveznosti obveščanja in poročanja	26
3.3	ZDRUŽENJE MANAGER, ZDRUŽENJE MANAGERJEV SLOVENIJE	28
3.4	ZDRUŽENJE ČLANOV NADZORNIH SVETOV	29
3.5	SLOVENSKI KODEKS KORPORATIVNEGA UPRAVLJANJA	29
4	KORPORATIVNO UPRAVLJANJE V NEMČIJI	32
4.1	ZAKONODAJNI OKVIR	32
4.1.1	Pristojnosti, dolžnosti in omejitve uprave	32
4.1.2	Nadzorni svet in njegove pristojnosti	35
4.1.3	Skupščina in njene pristojnosti	38
4.2	FRANKFURTSKA BORZA	39
4.3	NEMŠKO ZDRUŽENJE DELNIČARJEV	40
4.4	NEMŠKA KOMISIJA ZA KORPORATIVNO UPRAVLJANJE	41
4.5	NEMŠKI KODEKS UPRAVLJANJA JAVNIH GOSPODARSKIH DRUŽB	41
5	ANALIZA IN PRIMERJAVA SLOVENSКИH IN NEMŠKIH IZJAV IZ LETA 2007 O SPOŠTOVANJU DOLOČB KODEKSA KORPORATIVNEGA UPRAVLJANJA ..	44
5.1	DOSEDANJE RAZISKAVE	44
5.2	NAMEN IN CILJI RAZISKAVE IZJAV SLOVENSКИH IN NEMŠKIH JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB O SPOŠTOVANJU DOLOČB KODEKSA	45
5.3	OPIS METODOLOGIJE RAZISKAVE	47
5.3.1	Opis splošnih značilnosti vzorca	48

5.3.2	Predpostavke v zvezi z izjavami, uporabljenimi v raziskavi	49
5.4	PREVERJANJE HIPOTEZ IN ZAKLJUČKI ANALIZE	50
5.4.1	Analiza nemških izjav o spoštovanju Kodeksa iz leta 2007	53
5.4.2	Analiza slovenskih izjav o spoštovanju Kodeksa iz leta 2007	59
6	SKLEP	65
7	LITERATURA	68
8	VIRI	70

KAZALO SLIK

Slika 1:	Struktura slovenskega trga vrednostnih papirjev	24
Slika 2:	Primerjava odstopanj slovenskih in nemških družb od Kodeksa.....	52
Slika 3:	Odstopanja od določb nemškega Kodeksa po vrstnem redu v Kodeksu	53
Slika 4:	Odstopanja od določb s področja Delničarji	54
Slika 5:	Odstopanja od določb s področja Sodelovanje med upravo in nadzornim svetom.....	54
Slika 6:	Odstopanja od določb s področja Uprava družbe	55
Slika 7:	Odstopanja od določb s področja Nadzorni svet.....	56
Slika 8:	Odstopanja od določb s področja Transparentnosti.....	57
Slika 9:	Odstopanja od določb s področja Računovodstvo in revizija letnih računovodskih izkazov	58
Slika 10:	Odstopanja od določb slovenskega Kodeksa po vrsti v Kodeksu	59
Slika 11:	Odstopanja od določb s področja Razmerja med družbo, delničarji in drugimi interesnimi skupinami	60
Slika 12:	Odstopanja od določb s področja Uprava družbe	60
Slika 13:	Odstopanja od določb s področja Nadzorni svet.....	62
Slika 14:	Odstopanja od določb s področja Revizija in sistem notranjih kontrol.....	63
Slika 15:	Odstopanja od določb s področja Razkritja.....	63

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Sistemi upravljanja v državah Evropske unije in ZDA.....	15
Tabela 2:	Skupni lastniški delež po skupinah lastnikov v obdobju 1998 – 2002	21
Tabela 3:	Transformacijska matrika za slovenska podjetja	22
Tabela 4:	Analiza razkritih odstopanj slovenskih in nemških družb od Kodeksa	52
Tabela 6:	Pet najpogosteje izraženih odstopanj nemških podjetij od določb nemškega Kodeksa.....	58
Tabela 7:	Pet najpogosteje izraženih odstopanj slovenskih podjetij od določb slovenskega Kodeksa.....	64
Tabela 8:	Primerjava povprečnih odstopanj slovenskih in nemških javnih delniških družb od Kodeksa glede na enak odstotek analiziranih družb.....	65

1 UVOD

1.1 OPREDELITEV PROBLEMA, NAMEN IN CILJ DELA

V zadnjih letih smo bili priča svetovnim finančnim škandalom nekaterih največjih korporacij v ZDA (Enron, WorldCom) in v Evropi (nizozemski Ahold), ki so upravičeno spodkopale zaupanje investorjev v management delniških družb ter zakonsko ureditev delniških družb. In izkazalo se je, da niti anglo-saksonski niti evropski kontinentalni pravni sistem nimata vgrajenih zadostnih varovalnih mehanizmov oz. ti mehanizmi v praksi niso (bili) učinkoviti, da bi preprečevali tovrstne nepravilnosti. Postalo je jasno, da zgolj strog in natančen zakonodajni okvir ne zagotavlja, da bo management dobro vodil družbo in odkrito in pregledno posloval.

Zato si posamezne države (znotraj njih predvsem institucije kapitala, združenja vlagateljev ali gospodarske zbornice ter tudi nekatere mednarodne organizacije) s kodifikacijo načel in priporočenih ravnanj na sicer novem področju, ki ga s skupnim izrazom imenujemo korporativno upravljanje (*ang. Corporate Governance*), prizadevajo obnoviti zaupanje vlagateljev ter s tem omogočiti prost pretok kapitala in zdravo delovanje gospodarstva – tudi prek povečane odgovornosti in izenačitve vplivnosti različnih interesnih skupin na poslovanje delniške družbe (Jamnik, Čas, 2003, str. 5).

Vprašanje učinkovitega nadzora nad managementom je osrednja tema ekonomske teorije agentov (*ang. Agency Theory*). Problem agenta izhaja iz ločitve funkcije lastništva in upravljanja v družbah, torej kako usmeriti delovanje agentov v smeri maksimiziranja vrednosti lastniškega kapitala. Da principal učinkovito usmeri agenta, da ta deluje v njegovem interesu, je potrebno agenta motivirati na podlagi formalnih in neformalnih pravil ali institucij (npr. s pogodbo, nadzorom ipd.) (Zajc, Gerželj, 2004, str. 43).

Sistem formalnih in neformalnih pravil ali institucij imenujemo sistem korporativnega upravljanja. Slednji zagotavlja mehanizem učinkovite prisile delovanja agenta v interes principala. Na eni strani zagotavlja pravila, ki dopolnjujejo pomanjkljivosti v pogodbah med agenti (managerji) in principalami (delničarji), poleg tega pa zagotavlja mehanizme, preko katerih principalami usmerjajo in nadzirajo delovanje agentov v smeri maksimiziranja vrednosti delničarjev oziroma družbe. Ti mehanizmi so: pravna zaščita, koncentracija lastništva, prevzemi, pogodbe s spodbudami ipd.

V današnjih gospodarstvih je pomen upravljanja gospodarskih družb mnogo večji od zgolj interesa delničarjev za uspešnost poslovanja posameznih podjetij. Podjetja igrajo ključno vlogo v gospodarstvu. Ljudje se vse bolj obračajo na institucije privatnega sektorja za upravljanje svojih privarčevanih sredstev in zagotavljanje

prihodkov ob upokojitvi. Dobro upravljanje delniških družb je tako pomembno za široke in čedalje večje segmente celotne populacije. Sistemi vodenja in nadzora so postavljeni v središče javnega interesa (OECD Principles, 2004, str. 10).

Z namenom natančnejše določitve standardov upravljanja in vodenja javnih delniških družb, katerih delnice so uvrščene na organizirani trg, so posamezne ključne institucije kapitala oblikovale kodekse upravljanja javnih delniških družb. Kodeks korporativnega upravljanja (v nadaljevanju Kodeks) zajema priporočila o vzpostavitvi dobrega sistema upravljanja in medsebojnih odnosov med upravo, delničarji in drugimi pomembnimi interesnimi skupinami in predvsem predstavlja normativno vez med zakonodajno normativno ureditvijo in poslovno prakso na tem področju. Osnovna cilja zakonodaje na področju upravljanja družb sta na eni strani omogočiti učinkovito vodenje s strani managerjev ob hkratnem učinkovitem nadzoru s strani družbenikov in zaščititi pravni in dejanski interes tretjih oseb, ki vstopajo v pravna razmerja z gospodarskimi družbami. Na drugi strani, t.i. avtonomni pravni viri¹ (Kodeks in interni akti družb) opravljajo dve pomembni pravni funkciji, t.j. regulativno, saj določajo vsebino pravic in obveznosti družbenikov in članov organov javnih delniških družb in predvsem razlagalno, saj natančneje pojasnjujejo in razčlenjujejo vsebino zakonskih pravnih norm ter jih razlagajo (Bratina et. al., 2006, str. 4).

Določbe, ki jih vsebuje Kodeks so po naravi nezavezujoče, vendar zakon od javnih delniških družb zahteva objavo odstopanj od priporočil in predlogov Kodeksa. Javne delniške družbe morajo tako v t.i. izjavi o skladnosti z določbami Kodeksa letno objaviti vsa odstopanja od Kodeksa. Pri objavi odstopanj je v veljavi t.i. načelo spoštuj ali pojasni (*ang. Comply or Explain*), ki je eden od osnovnih gradnikov kodeksov korporativnega upravljanja po svetu. Izjavo oblikujeta in podpišeta njena uprava in nadzorni svet. Z njo se družba izreče, ali spoštuje določbe Kodeksa, in navede razloge za nespoštovanje, če katere od določb ne izpolnjuje. Izjava s tem deležnikom in vlagateljem predvsem omogoči presojo, ali je sistem korporativnega upravljanja delniške družbe ustrezen in ali je morebitni odmik od priporočil in načel Kodeksa upravičen.

Cilj mojega magistrskega dela je primerjati sistem korporativnega upravljanja v Sloveniji in Nemčiji. Ker pa sistem korporativnega upravljanja znotraj neke države ne opredeljujejo zgolj podjetja in na drugi strani investitorji, temveč vsi udeleženci trga kapitala, sem naprej opredelila ključne akterje na trgu. Na ta način sem poskušala opredeliti sistema upravljanja dveh držav, Nemčije in Slovenije. Pri vsaki sem predstavila njen zakonodajni okvir, borzo vrednostnih papirjev ter ostale ključne

¹ Poglavitna razlika med zakonskimi in avtonomnimi pravnimi pravili je v subjektu in načinu sprejema; zakonske sprejema zakonodajalec v vnaprej predpisanem formalnem postopku, medtem ko avtonomna pravila oblikuje poslovna praksa spontano (npr. poslovni običaji) ali organizirano (npr. kodeksi).

snovalce obeh Kodeksov, katerima sem posvetila največji del naloge. Namen moje naloge je bila namreč tehnična in vsebinska analiza izjav o spoštovanju Kodeksa. Opredelila sem najpogostejša odstopanja od določb Kodeksa in pojasnila za njih. Glede na dejstvo, da izjave temeljijo na načelu spoštuj ali pojasni je osnovni element Kodeksa razkritje. Vendar golo razkritje odstopanja od določb Kodeksa ni dovolj, potrebna je tudi takšna obrazložitev odstopanja, ki bo investitorjem ponudila uporabne, zanesljive in popolne informacije, ki se nanašajo na prakso odstopajoče družbe (Pregelj, Cankar, 2006, str. 89). Izjave o skladnosti z določbami Kodeksa so namreč osnovni odraz poslovnih praks podjetij in odražajo njihovo stopnjo transparentnosti in preglednosti pri poslovanju. Moja raziskava oz. analiza je zajemala vse v letu 2007 javno objavljene izjave o skladnosti z določbami Kodeksa slovenskih in nemških javnih delniških družb, ki kotirajo na Ljubljanski borzi in Frankfurtški borzi. Nato sem preko primerjave izjav nemških in slovenskih javnih delniških družb poskušala ugotoviti, katere javne delniške družbe bolj spoštujejo in upoštevajo določbe Kodeksa. Osnovna predpostavka, ki sem jo pri tem sprejela, je da s strani uprave in nadzornega sveta družbe podpisane izjave o skladnosti z določbami Kodeksa, v resnici odražajo dejansko stanje na področju korporativnega upravljanja. Na ta način sem z induktivno metodo sklepala o preseku trenutnega stanja teh dveh sistemov. Implicitno naj bi to hkrati osvetlilo spoznanje, kateri sistem korporativnega upravljanja javnih delniških družb je bolj učinkovit.

1.2 METODE PROUČEVANJA IN ZASNOVA DELA

Metode dela, ki sem jih pri izdelavi magistrskega dela uporabila, temeljijo predvsem na proučevanju teoretične podlage, t.j. domače in tuje strokovne literature v zvezi s sistemi in organi upravljanja, korporativnim upravljanjem ter Kodeksom, pomemben del strokovne literature pa je tudi zakonodaja, ki predstavlja okvir korporativnemu upravljanju. Viri informacij so bili predvsem sekundarni, ki pa so jih dopolnjevali tudi primarni podatki. Namreč analizirala sem 142 nemških in 29 slovenskih izjav o spoštovanju nemškega in slovenskega Kodeksa upravljanja, ki se nanašajo na leto 2007. Za doseganje cilja svojega dela sem s primerjalno analizo primerjala nemške izjave o spoštovanju Kodeksa s slovenskimi. V zaključku svoje naloge sem uporabila induktivno metodo, saj sem iz konkretnih spoznanj predstavila splošno stanje korporativnega upravljanja v Sloveniji in Nemčiji.

Magistrsko delo sem razdelila na 6 poglavij. Po uvodnem delu sledi opredelitev korporativnega upravljanja in s tem povezane vloge in vpliva delničarjev na upravljanje družb. Na razvoj sistema upravljanja vplivajo številni dejavniki. Na kratko sem predstavila tri najpomembnejše, in sicer zakonodajno ureditev, trg vrednostnih papirjev in Kodeks korporativnega upravljanja. V svetu sta se oblikovala dva svetovna sistema korporativnega upravljanja, t.i. enotirni in dvotirni sistem. Poleg te delitve poznamo še dve delitvi sistemov upravljanja, kar sem opisala v nadaljevanju.

Poglavje sem zaključila s predstavitvijo pomena korporativnega upravljanja. V tretjem in četrtem poglavju sem opredelila sistema korporativnega upravljanja Slovenije in Nemčije ter ključne akterje na obeh trgih kapitala. Posebnosti sistema upravljanja izhajajo iz zgodovine, izbranega načina privatizacije družb in prevladujoče miselnosti. Področje upravljanja urejajo predvsem zakon o gospodarskih družbah, o prevzemih, zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju ipd. Podrobnejša določila pa so zajeta v splošnih, internih aktih posameznih družb (statuti, pravilniki, poslovniki ipd.). Poleg njih ima pomembno vlogo v sistemu korporativnega upravljanja tudi t.i. avtonomni vir, to je Kodeks korporativnega upravljanja. Slednjemu sem namenila osrednjo pozornost v proučevanju iz vidika spoštovanja in upoštevanja Kodeksa v slovenskem in nemškem poslovnem prostoru. V ta namen sem v petem poglavju predstavila pregled slovenskih in nemških izjav iz leta 2007 o skladnosti z določbami Kodeksa in jih med seboj primerjala. Magistrsko delo sem zaključila s sklepom, v katerem sem povzela bistvene ugotovitve o spoštovanju in upoštevanju določb Kodeksa tako slovenskih kot nemških javnih delniških družb in odgovorila na vprašanje katere javne delniške družbe (slovenske ali nemške) bolj spoštujejo določbe Kodeksa sodeč po opravljeni raziskavi.

2 KORPORATIVNO UPRAVLJANJE

2.1 OPREDELITEV POJMA KORPORATIVNO UPRAVLJANJE

Proučevanje korporativnega upravljanja² je danes zelo aktualno in postaja pomembna veja ekonomskih in poslovnih znanosti. Kljub temu, da se je v strokovni literaturi uveljavilo veliko definicij upravljanja, pa mu vsi avtorji pripisujejo izredno pomembnost.

Osnovna komponenta teorije upravljanja izhaja iz problema agenta. Do slednjega prihaja kot posledica ločitve lastništva od upravljanja oz. investitorja, delničarja do managerja. Ko principal (delničar) pooblasti agenta (managerja) pride do problema, saj tako principal kot agent želita maksimizirati svojo lastno korist oziroma zadovoljstvo, ki pa nista nujno identična. Sistem upravljanja zagotavlja mehanizem, skozi katerega principal prisili agenta v delovanje v skladu z interesi principala, s čimer minimizira stroške agenta.

Tako na primer Jensen pravi, da upravljanje gospodarskih družb predstavljajo odnosi med različnimi udeleženci v odločanju glede njihove usmeritve in poslovanja. Pri tem

² V slovarju slovenskega knjižnega jezika je pojem korporativnega upravljanja definiran kot: sistem, v katerem sta gospodarstvo in politična ureditev osnovana na korporaciji; korporativna država je država s korporativnim sistemom.

so primarni udeleženci delničarji, management (ki ga vodi predsednik uprave) in nadzorni odbor, drugi udeleženci pa so še zaposleni, stranke, dobavitelji, kreditodajalci in širša skupnost. Vzpostavitev sistema pravil upravljanja je pomembna, ker so interesi delničarjev kot lastnikov in naročnikov dela, uprave kot izvajalke ter nadzornega sveta kot nadzornika, nasprotni (Jensen, 2001, str. 5).

Po Mathiesenu (2002) je korporativno upravljanje področje v ekonomiji, ki se ukvarja s tem, kako zavarovati oziroma motivirati učinkovit management korporacij z uporabo spodbudnih mehanizmov, kot so pogodbe, organizacijska sestava in zakonodaja. Nanaša se predvsem na izboljšanje finančne predstave družbe; na primer, kako se lahko lastniki korporacij zavarujejo oziroma motivirajo managerje, da bodo dosegli pričakovani rezultat.

Načela OECD (OECD Principles, 2004, str. 11-13) definirajo upravljanje delniških družb kot enega glavnih elementov izboljšanja ekonomske učinkovitosti, ki vključuje sistem medsebojnih odnosov med managementom, nadzornim odborom, delničarji in drugimi deležniki družbe. Skozi sistem upravljanja se vzpostavljajo tudi cilji poslovanja družbe, način njihovega doseganja in nadzor nad uspešnostjo poslovanja družbe. Dober sistem upravljanja naj bi zagotovil primerne spodbude za odbor³ in management, ki bi ju spodbudil k zasledovanju ciljev v interesu družbe in njenih delničarjev. Obenem pa bi vzpostavil učinkovito spremljanje in nadzor nad delovanjem družbe ter s tem spodbujal učinkovitejšo rabo resursov.

Upravljanje delniških družb pa je le del širšega ekonomskega okolja, v katerem te delujejo, in obsega med drugim tudi makroekonomske politike ter stopnjo konkurence na različnih trgih. Sistem upravljanja je odvisen od pravnega in institucionalnega okolja, nanj pa vplivajo tudi faktorji, kot so poslovna etika ter zavedanje družbe o okoljevarstvenih in socialnih interesih njegovega okolja, ki imajo lahko vpliv na njen ugled in dolgoročno uspešnost. Na drugi strani pa je upoštevanje osnovnih načel dobrega upravljanja korporacij čedalje pomembnejši element investicijskih odločitev, saj postajajo le-te vedno bolj mednarodno usmerjene. Za uspešno privabljanje dolgoročnega kapitala je bistveno, da je ureditev upravljanja družb verodostojna, razumljiva in primerljiva z mednarodnimi standardi. To pa bo izboljšalo zaupanje tudi domačih virov kapitala, znižalo stroške kapitala in izboljšalo delovanje finančnih trgov.

Korporativno upravljanje je vsekakor eden izmed pomembnih dejavnikov, ki povečujejo vrednost gospodarskih družb. Empirične študije (McKinsey, 2002) namreč

³ OECD načela upravljanja gospodarskih družb ne preferirajo enotirnega ali dvotirnega sistema, ampak poskušajo identificirati elemente obeh sistemov, ki so osnova dobrega upravljanja. Izraz odbor tako zajema različne nacionalne modele struktur odborov v družbah, ki se uporabljajo v različnih državah.

dokazujejo, da ustvarjajo gospodarske družbe z dobro prakso upravljanja višje donose, da so naložbe v te družbe manj tvegane in posledično da te družbe uživajo večje zaupanje vlagateljev. Ti namreč menijo, da dobro korporativno upravljanje povečuje dolgoročno vrednost njihovega premoženja. Stanje korporativnega upravljanja družbe zato upoštevajo pri svojih naložbenih odločitvah. Po Macey-u ima korporativno upravljanje najmanj dve nalogi:

- *zagotavljanje načel in pravil*, ki zapolnjujejo praznine, ki so posledica nepopolnih korporativnih pogodb; namen teh načel in pravil je zmanjševanje pogodbenih stroškov in oblikovanje okvira za bolj popolne pogodbe;
- *zagotavljanje mehanizmov za obvladovanje stroškov agentov*, torej mehanizmov, ki preprečujejo, da bi managerji zasledovali cilje, ki so v nasprotju s ciljem maksimizacije tržne vrednosti podjetja; vsak sistem korporativnega upravljanja mora vsebovati notranje in zunanje mehanizme, ki zagotavljajo zamenjavo neučinkovitega managementa; (Macey, 1998, str. 18 - 21).

Zagotoviti ustrezen sistem upravljanja je torej bistvenega pomena za učinkovitost družbe. Podjetja morajo biti sposobna kredibilnih zavez k obvladovanju tovrstnih problemov, da lahko pridobijo kapital iz zunanjih virov.

2.2 DEJAVNIKI RAZVOJA SISTEMA UPRAVLJANJA

Da bi zagotovili vzdržen gospodarski razvoj in socialno enakost, je cilj sistema upravljanja prispevati k oblikovanju ustrezne široke in globoke baze. Primarno delovanje reforme sistemov upravljanja se nanaša na boljšo podporo inovacijskemu procesu iz vidika institucij sistemov upravljanja, ki bo znotraj njihovih okvirov spodbujal strategije družb (Laznick, 1998, str. 11). Tako Laznick loči institucije sistemov upravljanja na izvršilne, nadzorne, svetovalne in zakonodajne (Laznick, 1998, str. 11). V nadaljevanju so podane institucije sistemov upravljanja, ki se med seboj razlikujejo glede na kraj oblikovanja odločitve in alokacijo virov in donosov.

2.2.1 Zakonska ureditev

Zakonodajni okvir posamezne pravne države mora biti oblikovan tako, da je ekonomija tržna, vendar pravična in konkurenčna. Pravna veja države lahko to uredi z odstranitvijo vstopnih ovir, zakonsko ureditvijo konkurenčnega trga in protimonopolnimi zakoni, eliminacijo instrumentov protekcionizma in obstoječega monopolizma ter preferenčnih shem, kot so kvote, davčne olajšave/izjeme, podpore. Temu pa naj bi sledile obveze o poštem poslovanju, odstranitev omejitev do

neposrednih tujih investicij in menjave s tujino ter zniževanje stroškov zagona in delovanja zunanjih služb (Stipič, 2006, str. 37).

Naslednji nič manj pomemben dejavnik tržnega gospodarstva je obstoj trga za nadzor poslovanja podjetij. Trg, ki disciplinira svoje udeležence in jih spodbuja k izboljšanju uspešnosti poslovanja podjetja, tako da podjetja ali investitorji ob določenih pogojih prevzamejo nadzor nad podjetjem, saj bodo z lastnim upravljanjem ustvarili dodano vrednost. V takšnih pogojih morajo biti posebni zakoni in uveljavljena pravila jasni in nedvoumni.

Za dober sistem upravljanja je značilno, da:

- zmanjšuje tveganje,
- spodbuja učinkovitost,
- izboljša dostop do kapitalskega trga,
- pogojuje tržnost blaga in storitev,
- spodbuja vodenje ter
- demonstrira transparentnost in socialno odgovornost (povzeto po Stipič, 2006, str. 37).

Po navedenih kriterijih je sistem upravljanja lahko dober v tisti pravni državi, ki ima zakonske okvire naravnane tako, da izpostavijo nujnost obstoja sistemov upravljanja in poudarijo pomen lastniške strukture. Med prve korake sodijo ustrezna opredelitev pravic delničarjev podjetja, njihovo enakomerno in pravično obravnavanje, vloge deležnikov, razkritja, transparentnosti in odgovornosti nadzornega organa.

Sistem upravljanja gospodarskih družb je zgrajen na podlagi zakonskih pravil, ki mu le opredeljujejo prostor, s tem ko mu določajo meje. Narava gospodarskih družb je namreč taka, da ne omogoča natančnejšega in s tem restriktivnega zakonskega urejanja. Preveč tesno zakonsko urejanje bi zato znatno omejilo prilagodljivost gospodarskih družb ter njihovo zmožnost iskanja rešitve, ki jim v konkretnih okoliščinah omogoča rast in razvoj. Tako za gospodarsko družbo kot za njene delničarje in deležnike je to slabo, saj znatno omeji produktivnost in svobodno gospodarsko pobudo posameznih subjektov. Bistveno za dober sistem upravljanja je, da so odločitve subjektov (uprave, nadzornega sveta, delničarjev), kako v okviru zakonskih možnosti oblikovati medsebojne odnose, skladno s smernicami in z navodili ki jih določajo kodeksi upravljanja podjetij, samostojne. Sistem upravljanja v podjetju je učinkovit samo če se uporablja v praksi. Pogoj za to je dobra usposobljenost in poučenost širšega poslovodstva in članov nadzornih svetov o principih sodobnega upravljanja podjetij (Stipič, 2006, str. 38).

Zaščita delničarjev, predvsem s povečanjem preglednosti dela uprave in nadzornega sveta in njihove neodvisnosti je glavno vodilo pri sprejemanju zakonov, predpisov in nezavezujočih pravil v večini držav. S tem se povečujeta preglednost in urejenost delovanja gospodarskih družb, kar posledično povečuje zaupanje investitorjev v finančne trge in s tem konkurenčnost posameznega gospodarstva.

2.2.2 Konkurenčnost narodnega gospodarstva

Prestrukturiranje družb vpliva na povečanje konkurenčnosti gospodarstva. To pomeni spreminjanje organizacijske strukture v težnji po povečanju donosa na vloženi kapital. Ustrezen sistem upravljanja je tako dobra osnova za doseganje donosa na vloženi kapital, skladno s pravnimi pravili.

Brez konkurence, kulture dobrega sistema upravljanja ni mogoče razvijati. Zdrava konkurenca namreč omogoča učinkovito izrabo resursov, produktivnost in učinkovitost, znižuje izkrivljanje cen in tveganje zgrešenih investicij ter spodbuja večjo odgovornost in transparentnost pri poslovnih odločitvah in posledično pospešuje izboljševanje sistema upravljanja (Stipič, 2006, str. 40).

Največja pozornost je usmerjena na podjetja in prepise, ki ščitijo pravice delničarjev in vodijo upravljanje dela managerjev in direktorjev. Pri tem je potrebno poznati razmere v okolju, kar vključuje stopnjo konkurenčnosti, vstopne in izstopne ovire ter odprtost gospodarstva. Investitorji iščejo podjetja, ki poslujejo učinkovito, obravnavajo delničarje enakopravno in delujejo skladno z visokimi standardi razkritja podatkov.

2.2.3 Kodeksi upravljanja gospodarskih družb

Najpomembnejša institucija sistema upravljanja je Kodeks upravljanja javnih delniških družb, ki je načelen, pravno nezavezujoč sklop principov, standardov in priporočenih ravnanj, ki ga določeno telo sprejme z namenom učinkovitejšega upravljanja gospodarskih družb. Medtem ko je urejanje notranjih razmerij v gospodarskih družbah v glavnem prepuščeno družbenikom samim, ki ta razmerja urejajo s statutom, družbenimi pogodbami oziroma drugimi splošnimi akti družbe (Pasić, 2006, str. 14), se Kodeksi upravljanja javnih delniških družb ukvarjajo predvsem z urejanjem konfliktov interesov med člani organov družbe in družbo samo. Gospodarske družbe, kot pomemben del vsake družbe in države so deležni natančne pravne ureditve (Možina, 2003, str. 20). Poleg formalnih pravnih virov, ki urejajo postopek ustanovitve in pravice ter obveznosti gospodarskih subjektov, je urejanje

Dinamičen razvoj gospodarskega prava in potrebe po učinkovitem in globalnem poslovanju preHITEVAJO zakonsko reguliranje tega pravnega področja. Zaradi tega je lahko neustrezna zakonska regulacija velika ovira pri doseganju konkurenčne sposobnosti posameznih gospodarstev, saj je sprememba zakona in sam zakonodajni postopek dolgotrajni proces, ki torej reagira s časovnim zamikom, medtem ko so iz tega stališča avtonomna pravila veliko bolj fleksibilna.

Kodeks upravljanja gospodarskih družb je pravno neobvezujoč sklop načel, standardov in priporočenih ravnanj (*ang. Best Practice*), ki ga lahko sprejmejo različni organi, telesa ali institucije. Namen kodeksov je opredelitev učinkovitejšega obvladovanja in upravljanja gospodarskih družb (Bajuk, 2003, str. 38).

Kodeks je zbirka priporočenih ravnanj glede upravljanja delniških družb, ki vključuje tako obvezujoče zakonske odločbe kot tudi neobvezna, priporočena ravnanja delovanja delniških družb. Njihov namen je spodbuditi izgradnjo dobrega sistema upravljanja ter ustvariti pogoje za trajnosten razvoj javnih delniških družb. Hkrati naj delničarje ter pomembne interesne skupine (zaposlene, upnike, pogodbene partnerje, širše okolje družbe...) vodi k aktivnemu sodelovanju in odgovornemu uresničevanju njihovih pravic (vir: Kodeks upravljanja javnih delniških družb, 2007, str. 4).

Cilj kodeksov upravljanja sta predvsem zvišanje ravni odgovornosti posameznih interesnih skupin ter njihove osveščenosti glede spoštovanja pravic in dolžnosti. Družbe naj bi s spoštovanjem načel upravljanja v vsakodnevnem poslovanju zvišale raven upravljanja družb in njihovega ugleda, povečale zaupanje investitorjev, kar bi posledično znižalo tudi stroške kapitala.

Glavni namen kodeksov upravljanja je dopolniti zakonsko urejanje upravljanja gospodarskih družb z dobro prakso v obliki avtonomnih pravnih norm. Pravno reguliranje poslovanja gospodarskih družb je zelo zapleten proces, saj je treba zagotoviti ustrezno varnost in zaščito delničarjev in upnikov, hkrati pa dopustiti družbenikom ustrezno avtonomijo, ki naj omogoči učinkovito in konkurenčno poslovanje. Kodeks upravljanja naj bi v državi povečal zaupanje domačih in tujih vlagateljev, upnikov, delavcev in javnosti v vodenje in nadziranje delniških družb, ki kotirajo na borzi (Bratina, 2003b, str. 34).

Upravljanje družb je zmes kogentnih pravnih norm, lastne notranje ureditve in ustaljene prakse avtonomnega delovanja gospodarskih subjektov (Bratina, 2003, str. 35). Osnovne značilnosti učinkovitega upravljanja so:

- preglednost (predstavitev ustreznih finančnih in operativnih informacij ter postopkov vodenja in nadzora);

- zaščita in omogočanje izvajanja pravic za vse delničarje družbe;
- oblikovanje nadzornega organa družbe, ki je strokovno usposobljen razumeti in sprejeti strategijo, temeljne načrte in odločitve družbe ter neodvisno imenovati upravo, ustrezno nadzirati in spremljati rezultate njenega dela in jo, kadar je to potrebno, tudi zamenjati.

Namen dobrega upravljanja gospodarskih družb je maksimiranje poslovnih rezultatov in ne le izpolnjevanje zakonskih norm. Upravljanje razčiščuje, kdo je odgovoren za vodenje in upravljanje gospodarske družbe, kar je še zlasti pomembno v primerih, ko odgovorni nimajo dejanske moči v družbi (Peklar, 2003, str. 17-18).

Kodeksi so razlikujejo glede na kulturno okolje, gospodarske in finančne tradicije ter iz vidika lastniške strukture. V odvisnosti od avtorja (v oklepaju so izbrani primeri kodeksov) jih delimo v:

- nadnacionalni kodeksi: OECD, ICGN, CACG;
- nacionalni kodeksi: Vienot Report (Francija), Cadbury Report, Greenbury Report, Hampel Report (Velika Britanija) in
- institucionalni kodeksi: Calpers, Hermes Investment Management, Amnesty International (Mueller, Kaspar, 2002, str. 5).

Izdajatelji kodeksov so lahko različni organi, telesa ali institucije. Glede na dosedanjo prakso so to lahko vladni organi, vladne komisije, borza, združenja managerjev, poslovna, gospodarska in akademska združenja, različne oblike združenj investitorjev, komisije, sestavljene iz predstavnikov borze, gospodarskih, managerskih, akademskih in delničarskih združenj (Meža, 2006, str. 11).

Kodeksi upravljanja načeloma veljajo predvsem za javne delniške družbe, s katerih delnicami se trguje na organiziranem trgu (borzi). Gre za načelo spoštuj ali pojasni, ki pomeni, da mora družba v vsakokratnem letnem poročilu navesti, da je ravnala v skladu s Kodeksom in v katerih točkah so bila odstopanja, ali pa pojasniti, zakaj ni ravnala skladno s priporočili Kodeksa. Tako Kodeks predstavlja pomemben pritisk na upravo in nadzorni svet, ki morata najti prepričljive argumente, zakaj Kodeksa nista upoštevala. Gre za zunanjo kontrolo uspešnosti poslovanja družbe, pričakuje se namreč, da bo trg vrednostnih papirjev pozitivno ovrednotil družbe, ki bodo ravnale skladno s Kodeksom (večje zaupanje investitorjev povečuje ceno delnice). Določila avtonomnih pravil so v večini primerov odraz prakse na določenem trgu in so bolj fleksibilna od pravnih norm. Zato je toliko bolj pomembno, da so splošno sprejeta in jih uradno sprejeme čim večje število institucij, ki pomembno sooblikujejo sistem korporativnega upravljanja družb. Poleg tega Kodeksi izpolnjujejo še pomembno funkcijo komunikacije, saj povzemajo zakonske določbe korporativnega prava in

prava trga vrednostnih papirjev, s čimer olajšajo dostop tujih in domačih investitorjev do teh informacij (Bratina et al., 2005, str. 25).

2.3 OPREDELITEV RAZLIČNIH SISTEMOV UPRAVLJANJA JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB

Zaradi prepletenosti različnih sistemov upravljanja in razlik v institucionalnem okolju v današnjem času v svetu ni enotnega sistema upravljanja podjetij. Zaradi posebnosti industrijskih, socialnih in političnih struktur ostajajo nekatere razlike med anglosaškim in evropskim sistemom ter med državami znotraj teh dveh skupin sistemov. Razlike so tudi med podjetji v okviru države, odvisno od stopnje razvoja (starosti) podjetja in značilnosti panoge. Bajuk tako pravi, da se ne glede na podobnost zakonodaje sistemi upravljanja med državami in tudi posameznimi gospodarskimi družbami razlikujejo. Razlike izvirajo iz različnih vrednot, lastniške strukture, zakonskih sistemov in vloge trgov kapitala. Prav tako so razlike v nekaterih dejanskih standardih zaščite in ravnanja delničarjev, managerjev in vseh ostalih interesnih skupin, neodvisnosti in izkušenosti nadzornikov in revizorjev, pa tudi standardih poštenja in integritete pri delovanju vseh omenjenih (Bajuk et. al., 2003, str. 10 -13).

Najpogosteje uporabljeno in najširše definirano razlikovanje med sistemoma upravljanja je med zunanjim (*ang. Outsider*) in notranjim (*ang. Insider*) sistemom upravljanja. Zunanji sistem je značilen predvsem za ZDA in Veliko Britanijo, kjer je prisotno razpršeno lastništvo družb, medtem ko je notranji sistem značilen za celinsko Evropo, kjer je lastništvo večinoma koncentrirano v rokah večinskih delničarjev.

Poleg te delitve poznamo še delitev na enotirni sistem in dvotirni sistem upravljanja. Medtem ko enotirni sistem v enem organu združuje kompletno funkcijo poslovanja, dvotirni sistem strogo ločuje funkcijo nadzora od upravljanja.

Tretja delitev sistemov upravljanja družb izhaja iz stopnje upoštevanja različnih interesnih skupin pri poslovanju korporacij. Lastniško upravljanje poudarja interese delničarjev, medtem ko deležniško upravljanje vključuje tudi interese ostalih skupnosti.

2.3.1 Zunanji napram notranjemu sistemu korporativnega upravljanja

Za ZDA je značilen zunanji sistem korporativnega upravljanja z razpršenim lastništvom in visoka stopnja zamenjave managerjev (*ang. Management Turnover*).

Zanj je značilen enotirni sistem upravljanja, saj t.i. direktorski odbor⁴ družb sestavljajo zunanji in notranji člani iz vrst managementa. Drugi organ upravljanja v zunanjem sistemu korporativnega upravljanja je skupščina delničarjev. Glavna naloga direktorskega odbora je, da v imenu delničarjev nadzoruje delo managementa. Dejstvo, da je v vseh družbah v ZDA predsednik direktorskega odbora hkrati predsednik uprave (*ang. Chief Executive Officer - CEO*), kaže na nasprotje interesov, saj odboru, ki naj bi skrbel za nadzor nad managementom v imenu lastnikov predseduje glavni manager. V drugi predstavnici anglosaškega sistema korporativnega upravljanja, Veliki Britaniji, Kodeks korporativnega upravljanja priporoča, da sta CEO in predsednik direktorskega odbora dve različni osebi.

Za zunanji sistem upravljanja je značilno, da je dan močan poudarek zaščiti pravic delničarjev, predvsem manjšinskih. Sistemi, ki ščitijo manjšinske delničarje, destimulirajo aktivno upravljanje podjetij, saj skorajda ni koncentracije lastništva. Zaradi dejstva, da je močna zaščita manjšinskih delničarjev povezana tudi z aktivnim delniškim trgom, modeli upravljanja podjetij v ZDA in Veliki Britaniji pospešujejo aktivnosti na trgu kapitala. Poleg močne pravne zaščite obstajajo stroge zahteve o javnem razkritju finančnih podatkov podjetij, medtem ko se v kodeksih večja pozornost namenja neodvisnosti nadzornikov (Maher, Andersson, 1999, str. 17-18).

Ena izmed glavnih kritik zunanjega sistema upravljanja je, da so delničarji nagnjeni k promoviranju kratkoročnih ciljev, kar lahko odvrta managerje od iskanja koristi za družbo. Tudi nadzor delničarjev nad delovanjem managementa je slabši in pomanjkljiv. Tako ostaja v ospredju tradicionalni problem agenta, kjer gre za vprašanje managerske odgovornosti v družbah z razpršenim lastništvom in glasovalnimi pravicami. Ta problem rešuje sam likviden trg kapitala, ki generira višje donose in nudi večje možnosti za diverzifikacijo naložb tudi preko visoke stopnje zamenjave managerjev.

Na drugi strani je notranji sistem upravljanja značilen za večino držav kontinentalne Evrope. Temeljne značilnosti teh sistemov upravljanja družb so koncentracija lastništva in glasovalne moči delniških družb v rokah večinskih delničarjev, ki so največkrat holdingi, nefinančna podjetja, banke ali družine, ki imajo razvite dolgoročne odnose z bankami, so v navzkrižnem lastništvu in hierarhične strukture, nad njimi pa se izvaja aktiven nadzor.

Značilni so slabše razviti kapitalski trgi, zmanjševanje asimetrije informacij, oviran razvoj malih podjetij, oteženi sovražni prevzemi itd. Ti lastniki svojo moč dodatno

⁴ Poleg direktorskega odbora v nalogi kasneje uporabljam tudi izraz upravni odbor, saj gre po funkciji za iste vrste odbor. Temeljna razlika med njima je v tem ali izvršni direktor družbe hkrati opravlja tudi funkcijo predsednika odbora.

povečujejo z uporabo različnih pravnih sredstev, ki omogočajo koncentracijo glasovalne moči glede na lastniški delež (delnice z različnimi glasovalnimi pravicami, prednostne delnice, preferenčne delnice, piramidne strukture, delnice brez glasovalne pravice itd.). Ta koncentracija zagotavlja sodelovanje in strožji nadzor večinskega delničarja nad delovanjem managementa in dolgoročnejšo perspektivo delovanja družbe, saj je le-ta v interesu večinskega delničarja. Vendar pa imajo v notranjem sistemu trgi kapitala manjšo vlogo, slabša je likvidnost delnic, večinski delničar pa pogosto tudi izkorišča t.i. osebne koristi na račun malih delničarjev, kar je običajno pogojeno tudi z relativno slabšo zaščito malih delničarjev.

V zadnjem času so evropske države začele zmanjševati vlogo mehanizmov za ločevanje pravic do denarnega toka od glasovalnih pravic. Lastniški deleži tradicionalnih velikih lastnikov se zmanjšujejo, povečujejo se deleži institucionalnih investitorjev. Ker mehanizem velikih lastnikov zgublja na pomenu, novi mehanizmi, ki bi prevzeli njegovo vlogo pa še niso ustrezno razviti, lahko pričakujemo, da se bo moč managerjev v Evropi še povečala.

Nesorazmerna koncentracija moči ob odsotnosti ustreznih omejitev, kot so pravna pravila, pritiski medijev, preglednost kontrolnih transakcij in identitete velikih delničarjev, spodbuja neučinkovito delovanje kontrolnih lastnikov, v škodo malih delničarjev. Za kontinentalno Evropo je tako značilen problem pristranosti zasebne kontrole (*ang. Private Control Bias*), kodeksi upravljanja delniških družb pa se posledično v prvi vrsti ukvarjajo z vprašanjem zaščite malih delničarjev pred okoriščanjem s strani kontrolnih lastnikov.

2.3.2 Enotirni in dvotirni sistem

Pomembna razlika med enotirnim in dvotirnim sistemom upravljanja je v oblikovanju nadzornega sveta, ki od lastnikov prevzema funkcijo pri imenovanju, nadzoru in odpoklicu poslovodnega organa (Kralj, 2003, str. 4).

Enotirni sistem upravljanja (brez nadzornega sveta) je upravljanje z direktorskim odborom. To pomeni, da enemu organu po zakonu pripada kompletna funkcija poslovođenja, vendar ta organ izvršilno funkcijo pravilom prenese na posamezne svoje člane, ki nato oblikujejo izvršilni organ (izvršni odbor). Enotirni sistem je značilen za ZDA in Veliko Britanijo.

V odborih direktorjev ameriških korporacij je vse več neodvisnih zunanjih direktorjev, ki jih v dvotirnem sistemu ne poznajo. Neodvisni direktorji v ameriških korporacijah določijo sestav komitejev za določena področja, npr. notranja finančna revizija, imenovanja odbora direktorjev itd. Ameriške finančne institucije, npr. Newyorška borza, so vplivale na vedno večje število neodvisnih direktorjev. Zahteva po

neodvisnih direktorjih tako ni zahteva zakonodaje, temveč finančnih institucij (Bohinc, 2001, str. 286).

Enotirnemu sistemu upravljanja pogosto očitajo, da lahko uprava izkorišča računovodske metode in s tem zavaja delničarje pri izkazovanju dejanske vrednosti družbe. Nadzorni svet naj bi pri dvotirnemu sistemu tako ravnanje preprečeval. Vodenje gospodarskih družb enotirnega sistema terja večjo osebno odgovornost direktorjev po doseganju uspešnosti poslovanja, saj tako vodenje nima nadzornega sveta (Kralj, 2003, str. 5).

Za dvotirni sistem upravljanja (z nadzornim svetom) lahko označimo nemški sistem. Dvotirni sistem poudarja razliko med delničarji oziroma lastniki kapitala in upravo, ki vodi poslovanje družbe. Med lastniki kapitala in upravo družbe je nadzorni svet, ki povezuje delničarje z upravo in razrešuje nasprotujoče si interese.

Nemško korporativno pravo določa, da mora korporacija imeti dva različna direktorska organa: upravo (*nem. Vorstand*) in nadzorni svet (*nem. Aufsichtsrat*). To pomeni, da je nemški sistem upravljanja družb dvotirni in strogo ločuje med kontrolo (nadzorom) in upravljanjem. V obeh organih pa sodelujejo tudi predstavniki delavcev. Naloga uprave je, da vodi in organizira družbo, za kar ji korporativna zakonodaja zagotavlja samostojen in neodvisen položaj. Nadzorni svet je zadolžen za nadzor in reševanje nasprotujočih si interesov med upravo in delničarji. Obstoj nadzornega sveta zagotavlja neodvisnost uprave od delničarjev, ki pri uresničevanju poslovne politike družbe nimajo neposrednega vpliva na člane uprave.

Prednosti dvotirnega sistema so (Stipič, 2006, str. 33):

- Jasno določene pristojnosti in obveznosti uprave (ločnica med upravo in nadzornim svetom jasno opredeljuje naloge obeh organov in dopušča nadzornemu svetu boljši vpogled nad vodenjem uprave družbe);
- Manjše število članov dvotirnega sistema, kar omogoča hitrejše sprejemanje odločitev (ravno tako kljubuje togosti večjega števila članov nadzornega sveta);
- Omogoča ne-tradicionalnim kandidatom, da se povzpnejo na mesta direktorjev in takšni direktorji navadno zagotavljajo preseganje klasičnih sporov med direktorji (gre za izpostavljanje kandidatov z ustreznim korporativno-strokovnim znanjem v nasprotju s kandidati, ki imajo strokovno izobrazbo iz elitnih šol in premorejo poslovne zveze);
- Dobra javna podoba družbe, kar zagotavlja lažje pridobivanje tujega kapitala (javnost zaznava pomen nadzora, ki ga izvaja nadzorni svet nad delovanjem uprave, in tako je zaupanje potencialnih vlagateljev v družbo večje).

Slabosti dvotirnega sistema upravljanja so:

- formalnost (problem poročanja uprave nadzornemu svetu);
- togost (uprava pogostokrat nasprotuje omejitveni naravi nadzornega sveta pri sprejemanju poslovnih odločitev);
- stroški (nadzorni svet, seje, sklicevanje, preklic sestankov ipd.);
- neravnotežje moči (nadzorni svet lahko preveč vpliva na delovanje uprave).

Dvotirni sistem je uveden v Nemčiji, Sloveniji, na Danskem, Avstriji, na Nizozemskem in po želji v Franciji, Grčiji, na Finskem, in Portugalskem, kar je razvidno iz spodnje tabele (Majerle, 2004, str. 10).

Tabela 1: Sistemi upravljanja v državah Evropske unije in ZDA

Država	Sistem upravljanja	Participacija zaposlenih pri upravljanju
Avstrija	dvotirni	Da
Belgija	enotirni *	Ne
Danska	dvotirni	Da
Finska	enotirni *	lahko je določena s statutom
Francija	enotirni *	če so lastniki vsaj 3 % kapitala, ali statut
Grčija	enotirni *	Ne
Irska	enotirni	Ne
Italija	enotirni **	Ne
Luksemburg	enotirni	Da
Nemčija	dvotirni	Da
Nizozemska	dvotirni	svetovalna vloga
Portugalska	enotirni *, **	Ne
Španija	enotirni	Ne
Švedska	enotirni	Da
Velika Britanija	enotirni	Ne
ZDA	enotirni	Ne
Slovenija	dvotirni	Da
Opombe: * - možna tudi drugačna ureditev		
** - določen poseben revizijski organ		

Vir: Peklar, 2003, str. 22.

2.3.3 Lastniško upravljanje in deležniško upravljanje

Tretja delitev sistemov upravljanja družb izhaja iz stopnje upoštevanja različnih interesnih skupin pri poslovanju korporacij. Prvo, t.i. lastniško upravljanje (*ang. Shareholder Concept*) je značilno za ZDA in Veliko Britanijo, kjer so lastniki,

delničarji, ključna skupina za nastanek in razvoj družbe, ustvarjanja vrednosti na trgu pa prvi in edini cilj delovanja delniške družbe. Lastniški pristop je pristop upravljanja, ki temelji na podmeni, da je potrebno pri ravnanju podjetja zasledovati le interes delničarja. Delničarji so torej v centru interesnih skupin nekega podjetja in glede na to, da so lastniki, lahko zahtevajo ustrezno poslovno uspešnost. Poudarjanje zgolj interesa lastnika oziroma finančnega interesa pa ima nevarnost, ki se kaže v pretiranem poudarjanju finančnega vidika na račun dolgoročnega uravnoteženega razvoja podjetja.

V osnovi poznamo dva tipa delničarjev: individualne, ki so lahko notranji ali zunanji, in institucionalne delničarje, kamor sodijo vzajemni skladi, odškodninski skladi, banke ipd. Količinsko je več posameznih delničarjev z manjšimi deleži v podjetjih, ki niso motivirani za natančnejši nadzor nad managerji in gre za t.i. problem prostega jezdeca (*ang. Free Rider Problem*), ko vsi čakajo, da bo delo namesto njih opravil kdo drug.

Vse to napeljuje na dejstvo, da je potrebno ozki lastniški pristop razširiti in usmeriti k modelu vključevanja udeležencev (t.i. deležniško upravljanje). Vedno več podjetij, ki so naklonjeni temu modelu lastništva, daje vse več naklonjenosti ostalim udeležencem. Pomen odnosov z javnostmi, odnosov z zaposlenimi, dobavitelji, investitorji še vedno narašča, kar kaže na to, da direktorji velikokrat želijo ustreči tudi ostalim udeležencem.

Deležniško upravljanje (*ang. Stakeholder concept*) je širši pogled na delovanje družbe, saj vključuje tudi druge skupine in posameznike – deležnike, ki družbo obkrožajo. Prevladuje v kontinentalni Evropi. Na te skupnosti ima podjetje vpliv, velja pa tudi da imajo te skupnosti vpliv na podjetje. Za podjetje je ključnega pomena, da ugotovi, kateri so tisti subjekti, ki na uspešnost poslovanja vplivajo oziroma kdo so udeleženci. Jaklič udeležence oziroma kot jih imenuje interesne skupine deli v dve skupini:

- Primarne interesne skupine; ki predstavljajo vse neposredne povezave, nujne za izvajanje osnovnega poslanstva podjetja, ki je dobiček oziroma proizvodnja dobrin in storitev za družbo. To so lastniki, zaposleni, kupci, dobavitelji, konkurenca, prodajalci in posojilodajalci.
- Sekundarne interesne skupine; ki izražajo interes zaradi aktivnosti podjetja. Ne gre za manj pomembne udeležence, pač pa le za posredno povezane z osnovnim poslanstvom podjetja. Sem spadajo lokalne skupnosti, družbeni aktivisti, mediji, poslovno-interesne skupine, domače in tuje vlade, javnost (Jaklič, 2002, str. 274 – 275).

Glavna kritika tega modela je, da so interesi lastnikov v nasprotju z ostalimi udeleženci homogeni, saj je vsaka delnica enako vredna. Medtem ko lastniki zelo jasno vedo, kaj pričakujejo, tega ne moremo trditi za ostale udeležence, ki so poleg raznolikih in težko izraženih pričakovanj že plačani.

2.4 POMEN KORPORATIVNEGA UPRAVLJANJA

V zadnjih letih smo bili priča svetovnim finančnim škandalom nekaterih največjih korporacij v ZDA in Evropi, ki so zmanjšale zaupanje investitorjev v management delniških družb ter zakonsko ureditev delniških družb. In izkazalo se je, da niti anglo-saksonski niti evropski kontinentalni pravni sistem nimata vgrajenih zadostnih varovalnih mehanizmov oz. ti mehanizmi v praksi niso bili učinkoviti, da bi preprečevali tovrstne nepravilnosti. Vedno bolj je postajalo jasno, da zgolj strog in natančen zakonodajni okvir ne zagotavlja dobro vodenje družbe. Zaradi teh škandalov in posledično zmanjšanemu zaupanju investitorjev ter zato bolj previdnemu vlaganju so korporativno upravljanje, njegova politika in postopki pod velikim drobnogledom investitorjev. Korporativno upravljanje, ki je pregledno, pridobiva na pomenu in je vedno bolj cenjeno. V tujini se dobro korporativno upravljanje med investitorji celo smatra kot bolj pomembno v primerjavi z tradicionalno pomembnimi kazalniki.

Po rezultatih raziskave Global Investor Opinion Survey, ki jo je leta 2002 izvedla družba McKinsey & Company in v katero je bil vključen 201 investitor iz 31 držav (Azija, Evropa, Latinska Amerika, Afrika, Severna Amerika) večina investitorjev pri odločanju o investiranju v neko gospodarsko družbo, korporativnemu upravljanju pripisuje enako ali celo večjo pomembnost kot dobičku in potencialu rasti družbe.

Predvsem države v razvoju bi se morale dobro zavedati pomena dobrega korporativnega upravljanja na nadaljnji razvoj, saj je za razvoj teh držav pritek kapitala iz tujine ključen. Preko 70 odstotkov investitorjev za posamezno geografsko področje namreč pravi, da so pripravljeni plačati premijo za družbe z dobrim upravljanjem. Na vprašanje katere se jim zdijo prioritete reforme družb, jih je kar 52 odstotkov odgovorilo, da največ pomembnosti pripisujejo bolj obsežnemu razkritju podatkov in informacij, 44 odstotkov neodvisnosti uprave, medtem ko jih 28 odstotkov zagovarja plačevanje managerjev po učinku. Z dobro prakso korporativnega upravljanja se tujim vlagateljem tako zagotavlja večja varnost njihovih naložb. Ključno je, da so informacije javno dostopne, pri čemer morajo posamezne družbe posebno pozornost namenjati čim bolj jasnim in kratkim sporočilom, ki naj bodo kar najbolj pregledna in uporabna. Poleg zahtevanih informacij predpisanih z zakonom, pa bi posamezna področja o korporativnem upravljanju (konkretno spletne strani in letna poročila družb) lahko vključevala tudi tiste informacije, ki niso predpisane in bi si jih investitorji enostavno želeli vedeti.

3 SISTEM UPRAVLJANJA V SLOVENIJI

3.1 KORPORATIVNO UPRAVLJANJE V SLOVENIJI

Slovenski sistem korporativnega upravljanja se razlikuje tako od ameriškega kot od evropskega sistema. Velika večina slovenskih družb namreč nima enega večinskega lastnika, temveč več večinskih lastnikov. Takšna lastniška struktura v Sloveniji je posledica privatizacije, na osnovi katere so slovenske družbe dobile več enako velikih lastnikov z razmeroma usklajeno močjo, a posamično brez odločilne moči vplivanja na upravljanje družbe.

3.1.1 Privatizacija v Sloveniji

Slovenija je imela pred osamosvojitvijo tržno-planski samoupravni sistem gospodarstva. Za ta sistem sta bila značilna družbena lastnina in delavsko samoupravljanje. Namesto lastniškega kapitala je bil v bilanci stanja poslovni sklad, neke vrste kapital, ki je bil v lasti družbe. Za naložbe so se uporabljala sredstva, pridobljena z bančnimi pojili. Zaradi težav pri ustvarjanju dobičkov in ob odsotnosti nebančnih zunanjih virov financiranja so bila družbena podjetja visoko zadolžena, edini način pridobivanja sredstev za doplačevanje dolgov pa je bil povišanje cen. O vseh pomembnejših zadevah so odločali delavski sveti, ki so imenovali in odstavljali management. Pri slednjem je imela veliko vlogo politika.

Po osamosvojitvi je bil sprejet Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij, katerega cilji so bili sledeči: da bi podjetja dobila znane lastnike; znižati visoko zadolženost podjetij in stimulirati pritek svežega zunanjega kapitala v družbe (Gregorič, Šetinc Tekavc, 2000, str. 2). Privatizacija je v Sloveniji potekala na tri načine. Pri vseh treh načinih naj bi se 60 odstotkov delnic privatiziranih podjetij razporedilo na naslednji način:

- 20 odstotkov delnic dobijo zaposleni, nekdanji zaposleni in njihovi sorodniki
- 40 odstotkov delnic dobijo trije državni skladi, in sicer po 10 odstotkov Slovenski odškodninski sklad (kasneje se je preoblikoval v Slovensko odškodninsko družbo d.d., Ljubljana oz. SOD) in Slovenski kapitalski sklad (kasneje Kapitalska družba d.d., Ljubljana oz. KAD) ter
- 20 odstotkov na Slovenski razvojni sklad, ki je bil namenjen nadaljnji prodaji pidov. Na ta način je država posredno ostala lastnica precejšnjega dela gospodarstva.

Glede na to, kdo bo pridobil preostalih 40 odstotkov delnic, Bohinc razlikuje tri modele:

1. model: Delnice bi se prodale splošni javnosti.
2. model: Delnice naj bi se prodale zaposlenim s petletnim odloženim plačilom, lahko tudi iz dobička podjetja.
3. model: Delnice naj bi se prodale skupini managerjev ali družbi ustanovljeni v ta namen (Bohinc, 2001, str. 79-81).

Množična privatizacija je bila za Slovenijo v tem času edina politično izvedljiva rešitev. Decembra 2002 so tako vsi državljani republike Slovenije prejeli certifikate, ki so jih lahko uporabili za pridobitev delnic pri notranji razdelitvi, notranjemu odkupu (samo če vse delnice niso dobile lastnika z notranjo razdelitvijo) ali v javni ponudbi. Lahko so jih tudi zamenjali za delnice pooblaščenih investicijskih družb (v nadaljevanju: pidi). Po poročilu Agencije za prestrukturiranje in privatizacijo iz leta 1999 je skoraj 90 odstotkov podjetij kot prevladujočo metodo privatizacije izbralo notranjo razdelitev ali notranji odkup (Gregorič, 2003, str. 35).

Privatiziralo se je 68 odstotkov družbenega kapitala, medtem ko je preostalih 32 odstotkov prešlo nazaj v last države. Lastniška struktura je bila:

- 40 odstotkov notranji lastniki,
- 25 odstotkov pidi,
- 22 odstotkov Kapitalski in Odškodninski sklad,
- 13 odstotkov pa lastniki, ki so delnice pridobili preko javne ponudbe ali z zamenjavo za certifikate.

Izbrani model privatizacije je prinesel hitro spremembo lastništva, medtem ko preostala dva cilja privatizacijskega postopka (nadzor in zunanje financiranje) nista bila dosežena. Številčni manjši lastniki in državni skladi, ki so dobili v last veliko število podjetij, niso imeli pravega interesa za nadzor nad managerji. Poleg tega so bila podjetja s pretežno notranjim lastništvom nezanimiva za male delničarje. Slovenija je podobno kot druge tranzicijske države, ki so izvedle množično privatizacijo, skušala razrešiti problem nadzora nad posebnimi institucijami – pidi. Pidi naj bi postali novi lastniki novo privatiziranih podjetij. Zaradi nelikvidnega in slabo razvitega kapitalskega trga so bili na nek način prisiljeni v vzdrževanje lastniških deležev in aktivno upravljanje podjetij. Dodatno spodbudo koncentraciji glasovalnih pravic v njihovih rokah daje zakonodaja, saj Zakon o prevzemih določa, da lahko pidi pridobijo do 40 odstotni delež glasovalnih pravic, ne da bi bili obvezani k javni ponudbi (za nefinančna podjetja je meja 25 odstotkov). Pidi so še danes poleg državnih skladov najpomembnejši zunanji lastniki slovenskih podjetij (Gregorič, 2003, str. 36).

Državna sklada in pidi ostajajo največji delničarji slovenskih družb. Še vedno je prisotna močna prepletenost gospodarskih in političnih interesov ob skoraj neopazni

vlogi lastnikov. Druga značilnost slovenskega sistema upravljanja je moč ravnateljstva v primerjavi z lastniki, kar je posledica vloge in položaja managerjev še iz časov tranzicije. Peklar navaja še dve; velikost in strukturiranost lastništva podjetij nista mednarodno primerljivi in vloga medijev na področju transparentnosti se povečuje (Peklar, 2003, str. 23).

Način lastninjenja v Sloveniji je vodil v precejšnje institucionalno lastništvo podjetij. Velika večina slovenskih podjetij je tako danes v lasti majhnega števila institucij, v glavnem paradržavnih skladov in investicijskih družb (id-ov). Posledica je bila v pomanjkanju pravega interesa za nadzor nad managerji. Nadzorni sveti bi morali bolj kot priporočila o sestavi, velikosti in absolutni neodvisnosti upoštevati kriterij strokovnosti in prevzemanja odgovornosti. Absolutna neodvisnost je v Sloveniji lahko sporna, zato je potrebno bolj kot vse drugo delati na strokovnosti članov. Po Sociusovi raziskavi je v Sloveniji manj kot osem odstotkov vseh članov nadzornih svetov neodvisnih strokovnjakov, le 35 odstotkov podjetij člane usposablja in kar 85 odstotkov podjetij nima oblikovanih komisij za podporo nadzornim svetom (Gregorič, 2004, str. 16).

3.1.2 Koncentracija lastništva

S procesom lastninskega preoblikovanja podjetij z družbenim kapitalom, ki se je v Sloveniji odvijal v prvi polovici devetdesetih let prejšnjega stoletja, je v večini slovenskih podjetij nastala mešana lastniška struktura. Lastništvo gospodarskih družb je bilo razdeljeno med notranje lastnike (zaposlene, bivše zaposlene, upokojece), zunanje lastnike (KAD, SOD, pooblaščne investicijske družbe) ter imetnike lastniških certifikatov. Za razliko od prejšnje ureditve, za katero je bila značilna družbena lastnina, pri kateri ni bilo mogoče določno opredeliti lastništva posamezne družbe, so s privatizacijo gospodarske družbe pridobile znane lastnike.

Ena izmed posledic slovenskega modela privatizacije je bila velika razpršenost lastništva v podjetjih. Z lastniškimi certifikati so namreč državljani Slovenije pridobili pravico do udeležbe v lastniški strukturi podjetij, kamor so lahko vložili svoj certifikat, pri čemer pa velika večina ni imela interesa po dolgoročnem lastništvu in učinkovitem in dolgoročnem upravljanju družbe. To gre v veliki meri pripisati pomanjkanju tradicije delničarstva. Ker taka lastniška struktura ob odsotnosti kontrolnih delničarjev, ki bi imeli interes po učinkovitem in dolgoročnem upravljanju, ni optimalna za poslovanje posameznega podjetja, se je sredi devetdesetih let prejšnjega stoletja v Sloveniji začel proces koncentracije lastništva (Vižintin, 2006, str. 54).

Koncentracija lastništva v podjetju je proces, v okviru katerega določen subjekt ali skupina medsebojno povezanih subjektov pridobi v ciljnem podjetju tak lastniški delež, ki mu omogoča odločilen vpliv na vodenje podjetja. Koncentracija lastništva

poteka na različne načine v odvisnosti od obstoječe lastniške strukture podjetja ter posledično od interesov obstoječih lastnikov, potencialnih lastnikov in uprave družbe. Pri tem so interesi posameznih subjektov različni.

V praksi se nadzor nad podjetjem lahko pridobi na različne načine. V osnovi razlikujemo med načini, ki dejansko pomenijo spreminjanje lastniške strukture (združitve podjetij (pripojitev ali spojitev), prevzem podjetja z odkupom delnic ter prevzem podjetja z odkupom premoženja) in načini, pri katerih se lastniška struktura ne spreminja, spreminja pa se subjekt, ki nadzira določeno podjetje (zbiranje pooblastil delničarjev za glasovanje na skupščini in ustanavljanje družb pooblaščenk) (Vižintin, 2006, str. 1).

Kakšen je trend konsolidacije lastništva lahko povzamemo iz Damjanove in Mygindove empirične raziskave o koncentraciji lastništva v Sloveniji. V Sloveniji se je v zadnjih letih znatno povečalo število podjetij, v katerih je največji lastnik domače (ali tuje) nefinančno podjetje, medtem ko upada število podjetij, v katerih si največji paket delnic lasti paradržavni sklad, kažejo izsledki raziskave (Gregorič, Damijan, Prašnikar, 2000, str. 185). Kot je razvidno iz tabele 2 se znatno zmanjšuje delež kapitala v lasti zaposlenih. Na vzorcu 150 srednjih in velikih slovenskih podjetjih je v letih od 1998 – 2002 opazen trend upadanja notranjega lastništva, in to kar za deset odstotnih točk. Znižuje se tudi lastniška udeležba paradržavnih skladov, povečuje pa lastništvo domačih nefinančnih podjetij (za 19 odstotnih točk) in menedžerjev (za približno dve odstotni točki).

Tabela 2: Skupni lastniški delež po skupinah lastnikov v obdobju 1998 – 2002

	1998	1999	2000	2001	2002
Paradržavni skladi	20,13	18,92	14,99	12,68	10,24
Pidi	18,74	20	20,46	19,39	19,17
Banke	1,06	1,26	1,18	2,22	1,85
Tujci	3,03	2,80	3,86	5,51	6,72
Domača finančna podjetja	7,80	11,60	17,80	22,45	26,79
Zaposleni	37,52	33,83	29,11	26,80	26,17
Managerji	2,29	2,26	2,26	2,98	3,58
Mali delničarji	3,39	3,60	4,63	3,58	4,10
Št. podjetij v vzorcu	128	136	136	146	148

Vir: Damijan J. et. al., 2004, Leuven, Belgija, priloga 1, str. 20

Spremembe vpliva na odločanje gredo pravzaprav v smeri od notranjih k zunanjim lastnikom, kar je razvidno iz transformacijske matrike (tabela 3), v kateri so slovenska podjetja razporejena glede na prevladujočo skupino lastnikov ob koncu privatizacije in v začetku leta 2003. Pri tem se kot prevladujočo skupino lastnikov označuje tisto, katere skupni delež glasovalnih pravic presega delež glasovalnih pravic preostalih skupin lastnikov (Gregorič, 2004, str. 24).

Tabela 3: Transformacijska matrika za slovenska podjetja

1998-2003	Prevladujoči lastnik (začetek leta 2003)							
Prevladujoči lastnik (konec 1998)	Managerji	Zaposleni	Nefinančna domača podjetja	Skladi in banke	Tujci	Paradržavni skladi	Skupaj	Sprememba (v %)
Managerji	1	0	1	0	0	0	2	50
Zaposleni	3	23	24	14	3	7	74	69
Nefinančna domača podjetja	0	0	17	0	1	1	19	11
Skladi in banke	0	1	5	17	0	0	23	26
Tujci	0	1	0	0	3	0	4	25
Paradržavni skladi	0	1	4	5	2	12	24	50
Skupaj	4	26	51	36	9	20	146	50

Vir: Mygind N. et. al., 2004, str. 38

Ob koncu slovenske privatizacije je bilo tako v pretežni lasti zaposlenih 51 odstotkov (74 od 146) podjetij v vzorcu, v približno 30 odstotkih (24 in 19 podjetij) pa so si najvišji delež kapitala lastili paradržavni skladi oziroma domača nefinančna podjetja. Identiteto prevladujoče skupine lastnikov je v zadnjih letih zamenjalo kar 50 odstotkov podjetij v vzorcu. Največ sprememb je prav v tistih podjetjih, ki so privatizacijo končala v pretežni lasti zaposlenih; kar v 24 podjetjih so vlogo pretežnega lastnika od zaposlenih prevzela zunanja nefinančna podjetja, v 21 podjetjih pa so največji lastniški delež pridobili skladi.

Ob odsotnosti ustreznega institucionalnega okvirja in nezaupanja vlagateljev je tako prva leta po privatizaciji prenos lastništva potekal zlasti v okviru podjetij, to je med zaposlenimi in od zaposlenih k menedžerjem. Z razvojem institucij in pravnega reda ter zlasti večjo preglednostjo poslovanja podjetij se spremembe nadaljujejo v smeri odpiranja podjetij navzven, to je od notranjih k zunanjim lastnikom, a večinoma v obliki prenosa lastništva k manjšemu številu strateških vlagateljev (in ne k večji razpršenosti). To pa je spet izraz institucionalnega okolja, to je pomanjkljivega uveljavljanja določil v praksi, pomanjkanja preglednosti poslovanja podjetij, nezaupanja v trg kapitala in nezadostne zaščite malih delničarjev.

Ljubljanska borza je poleg Združenja članov nadzornih svetov in Združenja Manager najbolj odgovorna za oblikovanje Kodeksa upravljanja javnih delniških družb (v nadaljevanju: Kodeks). Zato bom na kratko predstavila poslanstvo in naloge teh najpomembnejših interesnih skupin poleg samih vlagateljev, ki sooblikujejo smernice in priporočila za odgovorno in kakovostno upravljanje družb.

3.2 LJUBLJANSKA BORZA

V Sloveniji deluje en trg vrednostnih papirjev, to je Ljubljanska borza d.d., Ljubljana (v nadaljevanju: Ljubljanska borza oziroma borza) ki je organizirani trg vrednostnih papirjev. Organizirani trg je trg vrednostnih papirjev, ki je posredno ali neposredno dostopen javnosti in na katerem poteka redno in urejeno trgovanje, ki ga nadzirajo pristojni organi. Organizirana trga vrednostnih papirjev sta prosti trg in borzni trg.

Ljubljanska borza je delniška družba, ki je ustanovljena zato, da zagotavlja pogoje, ki so potrebni za povezovanje ponudbe in povpraševanja po vrednostnih papirjih in za trgovanje z drugimi finančnimi instrumenti oziroma za organizirano, pregledno, likvidno in učinkovito poslovanje z vrednostnimi papirji in drugimi finančnimi instrumenti, v skladu z zakonom in drugimi predpisi (Pravila borze 2007, 2. člen).

Dejavnosti Ljubljanske borze so:

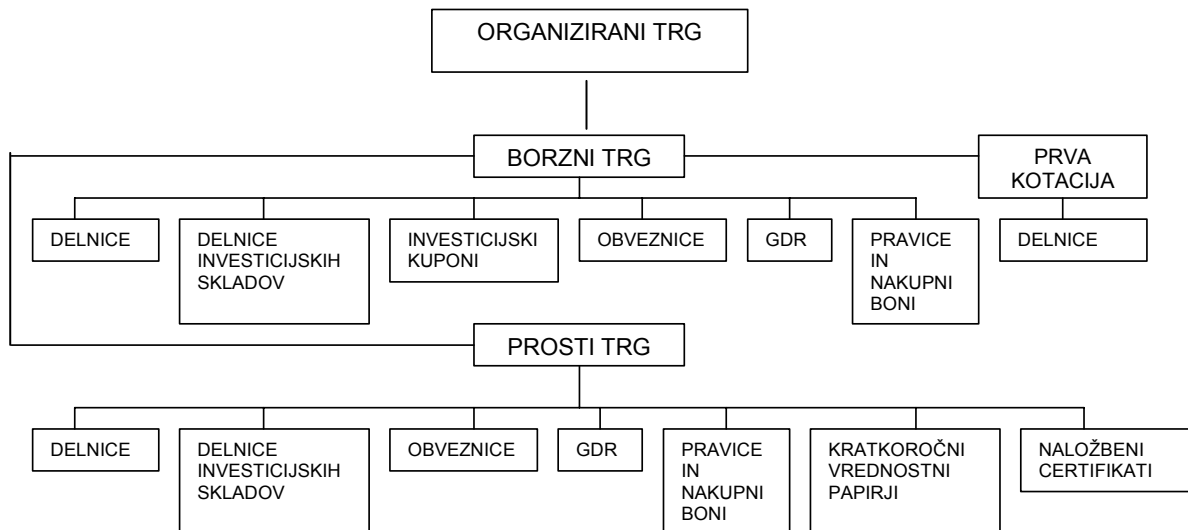
- organiziranje povezovanja ponudbe in povpraševanja v prometu z vrednostnimi papirji;
- informiranje o ponudbi, povpraševanju, tržni vrednosti in drugih podatkih o vrednostnih papirjih;
- objavljanje tečajev vrednostnih papirjev;
- organiziranje povezovanja ponudbe in povpraševanja v prometu z drugimi finančnimi instrumenti;
- izvajanje analitsko-raziskovalne dejavnosti na področju trga kapitala in finančnega trga;
- organiziranje trgovanja z zlatom in s plemenitimi kovinami ter nudenje tehničnih storitev za potrebe organiziranega trgovanja.

V skladu z 342. členom Zakona o trgu finančnih instrumentov (v nadaljevanju: ZTVP) so lahko na organizirani trg vrednostnih papirjev sprejeti le vrednostni papirji, ki so:

- v celoti vplačani,
- prosto prenosljivi ter
- izdani v nematerializirani obliki.

Poleg naštetih pogojev, mora biti v skladu s 11. členom Pravil borze za uvrstitev v borzno kotacijo zadoščeno še pogoju, in sicer da glede na poslovanje izdajatelja in lastnosti vrednostnih papirjev izpolnjujejo kriterije za uvrstitev v kotacijo.

Slika 1: Struktura slovenskega trga vrednostnih papirjev



Vir: Spletna stran Ljubljanske borze

Prosti trg je tisti, na katerem se trguje z vrednostnimi papirji, za katere je bila uspešno opravljena prva javna prodaja v skladu z ZTVP oziroma za katere je izdajatelj pridobil dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju: ATVP) za organizirano trgovanje in niso bili sprejeti v borzno kotacijo. Borza odloča o uvrstitvi vrednostnega papirja na prosti trg na zahtevo izdajatelja oziroma posameznega imetnika vrednostnega papirja.

Borzni trg (v nadaljevanju: borzna kotacija) je tisti, na katerem se trguje z vrednostnimi papirji, za katere je bila uspešno opravljena javna prodaja v skladu z ZTVP oziroma za katere je izdajatelj pridobil dovoljenje ATVP za organizirano trgovanje in jih je pristojni organ borze – Odbor za vrednostne papirje⁵ – sprejel v borzno kotacijo. Prav tako morajo izpolnjevati tudi kriterije, določene s Pravili borze.

Za uvrstitev vrednostnih papirjev v borzno kotacijo mora biti zadoščeno kvalitativnim kot tudi kvantitativnim kriterijem za sprejem v borzno kotacijo (Pravila borze 2007, 12. člen).

⁵ O sprejemu vrednostnega papirja v borzno kotacijo na nejavni seji odloča posebni organ borze - Odbor za vrednostne papirje - v 30 dneh po prejemu zahteve. Odbor za vrednostne papirje ima pet članov, štiri zunanje, ki jih imenuje Nadzorni svet borze, in enega, ki ga iz vrst zaposlenih na borzi imenuje uprava le-te. Za člana odbora je lahko imenovan le priznan strokovnjak s področja financ in/ali gospodarskega prava s primerno izobrazbo. Druge naloge odbora so odločati o spremembah v borzni kotaciji vrednostnih papirjev, nadaljnji ustavitvi trgovanja z vrednostnimi papirji, ki so uvrščeni v borzno kotacijo, kadar traja prekinitev dlje od 10 delovnih dni, ukrepov če izdajatelji ki so sprejeti v borzno kotacijo kršijo dolžnosti obveščanja ali poročanja določena s pravili, izključitvi vrednostnih papirjev, ki so uvrščeni v borzno kotacijo.

Kvalitativni kriteriji so vezani na vsebino razkritij, vsebovanih v prospektu. Prospekt je predstavitveni dokument, ki je namenjen vlagateljem in v katerem so zajeti bistveni podatki o izdajateljevem pravnem statusu, dejavnosti, preteklem poslovanju, tveganju poslovanja, perspektivah in natančni podatki o izdaji vrednostnega papirja.

Kvantitativni kriteriji za sprejem delnic:

- 3 leta poslovanja
- realnost in objektivnost računovodskih izkazov (revidirani računovodski izkazi družbe za triletno obdobje)
- 2 milijona EUR kapitala (kapital po zadnji bilanci stanja: vpoklicani kapital, kapitalne rezerve, rezerve iz dobička, preneseni čisti poslovni izid, čisti poslovni izid poslovnega leta, prevrednotovalni popravek kapitala, prehodno še nerazdeljeni čisti dobiček ali še neporavnana čista izguba poslovnega leta) oz. tržna kapitalizacija, če se z delnicami že trguje na organiziranem trgu več kot šest mesecev.
- minimalna velikost razreda delnic (upoštevata se knjigovodska vrednost delnice oziroma tržna kapitalizacija, če je delnica že bila v katerem koli segmentu organiziranega trga) 1 milijon EUR.
- Odstotek razreda delnic v javnosti vsaj 25 odstotkov. V primeru, da odstotek razreda delnic v javnosti iz preglednice ne dosega 25 odstotkov, se šteje da je pogoj izpolnjen, če velikost razreda delnic v javnosti, v primeru da gre za prvi sprejem v borzno kotacijo, presega (knjigovodsko) vrednost 2 milijonov EUR, oziroma da tržna kapitalizacija velikosti razreda delnic v javnosti znaša 4 milijone EUR.
- Število imetnikov razreda delnic vsaj 150.

Kvantitativni kriteriji za sprejem obveznic:

- 3 leta poslovanja
- realnost in objektivnost računovodskih izkazov (revidirani računovodski izkazi družbe za triletno obdobje)
- skupna nominalna vrednost prodane serije obveznic je 1,5 milijona EUR.

Ljubljanska borza je uvedla posebni segment v okviru borzne kotacije, t.i. Prvo kotacijo. V Prvo kotacijo se lahko na zahtevo izdajatelja premestijo delnice izdajatelja, ki izpolnjuje določene kvantitativne in likvidnostne kriterije in katerih izdajatelj se zaveže k dodatnemu obveščanju po mednarodnih standardih računovodskega poročanja (v nadaljevanju: MSRP). To elitno kotacijo v okviru borzne kotacije je Ljubljanska borza ustanovila konec leta 2005, točneje 03.10.2005. Namenjena je rednim delniškim družbam, ki izstopajo po svoji likvidnosti, velikosti in transparentnosti.

Glede na 21. a člen Pravil borze lahko uprava borze na podlagi pisne zahteve izdajatelja ter izpolnjenih pogojev, ki jih navajam v nadaljevanju s sklepom premesti delnice izdajatelja v prvo kotacijo v roku petnajstih dni od prejema zahteve.

Kriteriji, ki jih mora izdajatelj izpolnjevati, da so njegove delnice premeščene v prvo kotacijo, so naslednji:

- Kvantitativni kriteriji
 - minimalna knjigovodska vrednost kapitala 50 milijonov evrov ali minimalna tržna kapitalizacija istega razreda v zadnjih šestih mesecih, pri čemer se upošteva tržna kapitalizacija na zadnji dan v mesecu 50 milijonov evrov;
 - minimalna velikost razreda delnic 1 milijon evrov. Odstotek razreda delnic, razpršenega v javnosti vsaj 25 ;
 - število imetnikov razreda delnic vsaj 150.

V primeru, da odstotek razreda delnic v javnosti ne dosega 25 odstotkov, se šteje da je pogoj izpolnjen, če odstotek dosega vsaj 10 odstotkov in je velikost razreda delnic v javnosti 25 milijonov evrov.

- Likvidnostni kriteriji
 - šestmesečno povprečje dnevni obsegov trgovanja v višini najmanj dveh poslov v skupni vrednosti najmanj 4.172,93 EUR;
 - globina trga merjena po metodi (CGT) mora znašati manj ali enako 500.

Če izdajatelj kriterijev likvidnosti ne izpolnjuje, se lahko namesto tega dogovori za vzdrževanje likvidnosti delnic z vzdrževalcem likvidnosti. Borzi pa posreduje kopijo sklenjene veljavne pogodbe za razred delnic, ki so predmet zahteve.

- Kriterij obveščanja
 - izjava izdajatelja, da poroča tudi v skladu z MSRP;
 - izjava izdajatelja, da zagotavlja javno objavo povzetkov javnih objav tudi v angleškem jeziku.

3.2.1 Obveznosti obveščanja in poročanja

Izdajatelji vrednostnih papirjev, ki so bili sprejeti v borzno kotacijo, imajo obveznost korektnega obveščanja in poročanja javnosti. Izdajatelj mora objaviti vse poslovne in druge dogodke, ki bi lahko pomembneje vplivali na ceno vrednostnega papirja oz. na sposobnost družbe, da izpolni obveznosti, ki izhajajo iz vrednostnih papirjev.

Izdajatelj je dolžan objaviti obvestilo o poslovnem dogodku takoj po njegovem nastanku oz. v rokih, določenih s predpisi. Objava mora vsebovati vse informacije, ki

vlagateljem omogočajo presojo položaja in oceno vpliva poslovnega dogodka na ceno vrednostnega papirja.

V skladu s 43. členom Pravil borze, mora izdajatelj postopek objave izpeljati tako, da z objavo ne povzroči neenakega položaja vlagateljev.

Izdajatelji imajo tako obveznosti periodičnega poročanja in tekočega (*ang. ad-hoc*) obveščanja.

Periodično poročanje se nanaša na naslednje objave:

- Povzetek revidiranega letnega nekonsolidiranega in konsolidiranega poročila - skrajni rok je pet mesecev po poteku poslovnega leta (vsebino objave določa 34. člen Pravil borze);
- Izjava o skladnosti z določbami Kodeksa upravljanja javnih delniških družb - najkasneje ob objavi povzetka letnega poročila (36. a člen Pravil borze);
- Četrtletni podatki o poslovanju: Podatki o poslovanju za prve tri mesece in za prvih devet mesecev poslovnega leta – največ dva meseca po preteku navedenega obračunskega obdobja (36. člen Pravil borze);
- Povzetek polletnega poročila - dva meseca po končanem polletnem obračunskem obdobju (35. člen Pravil borze).

Tekoče obveščanje zajema obveščanje in poročanje o cenovno občutljivih informacijah:

- Skupščino delničarjev in odločanjem o dividendah - takoj ko je mogoče (37. člen Pravil borze);
- Poslovni dogodki, ki vplivajo na položaj družbe izdajatelja - takoj ko je mogoče (38. člen Pravil borze);
- Nerevidirani letni nekonsolidirani računovodski izkazi - najkasneje dva meseca po preteku poslovnega leta (38. a člen Pravil);
- Predhodne ocene poslovanja in napovedi - takoj ko je mogoče (38 b. člen Pravil);
- Odločitve in okoliščine, ki vplivajo na kapitalsko strukturo družbe izdajatelja - takoj ko je mogoče (39. člen Pravil);
- Sprememba deleža vrednostnih papirjev v kapitalu izdajatelja, ki jih ima v lasti posamezen član uprave ali nadzornega sveta - takoj ko je mogoče (39. člen Pravil)
- Pridobitev ali odsvojitvev lastnih delnic izdajatelja - takoj, ko je mogoče, najkasneje ko pridobljene ali odsvojene delnice dosežejo 1 odstotkov celotnega kapitala (39. člen Pravil);

- Poročilo nadzornega sveta glede potrditve letnega poročila - nemudoma po seji nadzornega sveta, najkasneje pa ob objavi sklica skupščine (37. člen Pravil);
- Predvidene statusne spremembe - takoj ko je mogoče (40. člen Pravil);
- Druge cenovno občutljive informacije - takoj ko je mogoče (41. člen Pravil).

3.3 ZDRUŽENJE MANAGER, ZDRUŽENJE MANAGERJEV SLOVENIJE

Združenje Manager je stanovsko združenje managerjev Slovenije, ki se zavzema za zaščito stanovskih interesov in za napredek managerskega poklica. Trenutno ima med 900 in 1.100 članov. V sklopu Združenja delujeta Sekcija managerk in Sekcija mladih managerjev. Poleg teh dveh sekcij je 14. februarja 2008 uradno zaživela še Sekcija tujih managerjev.

Združenje Manager od leta 1991 podeljuje danes zelo odmevni priznanji Manager leta ter Ženskam prijazno podjetje, katerima se je leta 1999 pridružilo še priznanje Mladi manager. Leta 1998 je združenje v spodbudo zainteresiranosti mladih za managerski poklic prvič podelilo tudi priznanje za Najboljše diplomsko delo s področja managementa. Leta 2003 pa je bilo prvič podeljeno priznanje Managerkam prijazno podjetje.

Osnovno poslanstvo združenja je uveljavljanje managerskega poklica v Sloveniji. V ta namen je bilo potrebno zaščititi stanovske interese managementa, še posebej v tranzicijskem obdobju. Vse od leta 1990 so uveljavljali Kriterije za individualne pogodbe o zaposlitvi managerjev, ki nudijo oporo trgu managementa v Sloveniji, dokler se ne bo povsem uveljavil.

V Združenju Manager se zavzemajo za zaščito managerskih interesov, za uveljavljanje mnenj managerk in managerjev v socialnem dialogu in za napredek slovenskega managementa. Z letnimi posveti in strokovnimi srečanji o aktualni gospodarski problematiki, upravljanju gospodarskih družb in poklicnih vprašanjih, združenje prispeva k večji konkurenčnosti in preglednosti slovenskega gospodarstva ter splošnemu napredku slovenske družbe. Združenje Manager je polnopravni član krovne Evropske managerske konfederacije CEC, ki združuje poldrugi milijon managerjev po celotni Evropi (vir: spletna stran Združenja Manager).

3.4 ZDRUŽENJE ČLANOV NADZORNIH SVETOV

Združenje članov nadzornih svetov (v nadaljevanju ZČNS) je neprofitna in nevladna organizacija, ki povezuje člane nadzornih svetov in neizvršne člane nadzornih svetov. Po svojem poslanstvu in delovanju je bližje strokovni kot stanovski organizaciji, saj se članstvo v nadzornem svetu še ni uveljavilo kot stan, zato je si ZČNS prizadeva za dvig ugleda, strokovnosti in ustreznega plačila članov nadzornih svetov.

Poslanstvo ZČNS je povezovanje članov nadzornih svetov, spodbujanje njihove uspešnosti in profesionalnega uveljavljanja v nadzornih svetih ter skrb za dvig ugleda funkcije članstva v nadzornem svetu. Za uresničevanje tega namena ZČNS spremlja nove trende s področja delovanja nadzornih svetov, svoje člane spodbuja k pridobivanju novih znanj za delo v nadzornih svetih, jih usposablja za profesionalno opravljanje funkcije, njihova znanja certificira, interese članov nadzornih svetov posreduje državnim organom in strokovnim inštitucijam, organizira strokovne posvete in seminarje, opravlja raziskave z različnih področij delovanja nadzornih svetov ter z različnimi sredstvi komuniciranja svoje člane o tem informira (vir: spletna stran Združenja članov nadzornih svetov).

3.5 SLOVENSKI KODEKS KORPORATIVNEGA UPRAVLJANJA

Prvi Kodeks upravljanja javnih delniških družb (v nadaljevanju: Kodeks) so sporazumno oblikovali Ljubljanska borza, d.d., Ljubljana, Združenje članov nadzornih svetov in Združenje Manager. Kodeks je pričel veljati z dnem 18.3.2004. Pri oblikovanju slovenskega Kodeksa je bila upoštevana slovenska zakonodaja, smernice in priporočila Evropske unije, etična načela poslovne kulture, notranji akti ustanoviteljic in mednarodno priznani standardi za odgovorno in kakovostno upravljanje družb.

Namen Kodeksa je natančnejša določitev standardov upravljanja in vodenja javnih delniških družb, katere delnice so uvrščene na organizirani trg v Sloveniji. Priporočenim standardom lahko sledijo tudi druge družbe z namenom oblikovati transparenten in razumljiv sistem upravljanja (vir: Kodeks upravljanja javnih delniških družb, 2007, str. 2).

Kodeks je sestavljen iz osmih delov. Prvi del obravnava razmerje med družbo, delničarji in drugimi interesnimi skupinami, drugi in tretji del obravnavata upravo in nadzorni svet družbe, četrti del podrobneje ureja sodelovanje med upravo in nadzornim svetom, peti del je namenjen upravnemu odboru, šesti ureja povezane družbe, sedmi del je namenjen reviziji in sistemu notranjih kontrol, osmi, zadnji del pa razkritjem.

Izjava o upravljanju oz. spoštovanju Kodeksa je postala predpisana vsebina poslovnega dela letnega poročila in temelji na načelu spoštuj ali pojasni razloge za odstopanje. Načelo družbam dovoljuje odstopanja od priporočil Kodeksa upravljanja in jim s tem daje možnost, da oblikujejo svojo poslovno prakso.

Njegovi podpisniki redno preverjajo učinkovitost in primernost Kodeksa glede na pravno in dejansko okolje gospodarskih družb, ter ga po potrebi spreminjajo in dopolnjujejo.

Prve spremembe Kodeksa so bile sprejete dne 14.12.2005. Iz Poročila o upravljanju javnih delniških družb 2005 izhajajo naslednji predlogi sprememb Kodeksa:

- natančnejša razlaga cilja družbe, vključno z navedbo drugih ciljev, v kolikor jih družba zasleduje;
- zahteva po imenovanju večine članov nadzornega sveta, ki so neodvisni v skladu z opredelitvijo v poglavju 3.5 (spremenjena opredelitev neodvisnosti povzema evropska priporočila o vlogi neizvršnih direktorjev ali članov nadzornih svetov javnih družb in v komisijah upravnega odbora ali nadzornega sveta (2005/162/ES) z določenimi spremembami, ki odsevajo značilnosti slovenske korporacijske prakse);
- omejitev članstva v nadzornih svetih nepovezanih javnih družb na največ tri;
- smiselna razširitev priporočila, da portfeljski investitorji (vključno s KAD in SOD) ne imenujejo svojih predstavnikov v nadzorne svete družb; v nasprotnem primeru naj svoje naložbe javno opredelijo kot strateške;
- opredelitev predstavnikov zaposlenih v nadzornih svetih podjetij kot odvisnih, razen če nadzorni svet s sklepom določi drugače;
- javna in jasna opredelitev interesov institucionalnih investitorjev;
- vzpostavitev olajšav pri prijavljanju udeležbe delničarjev na skupščini: družbe naj delničarjem omogočijo, da se prijavijo na skupščino tudi po pošti oziroma z uporabo informacijske tehnologije; družbe naj v primeru, ko delničarjem niso dostopne informacije v angleškem jeziku, imenujejo osebo za odnose z vlagatelji;
- natančnejše poročanje o udeležbi na skupščini delničarjev in odstotku glasov za ali proti sprejetju določenega predloga;
- posamično imenovanje članov nadzornega sveta;
- sestajanje nadzornega sveta brez prisotnosti uprave vsaj enkrat letno;
- priporočilo, da v primeru, da člani nadzornega sveta odškodninsko zavarujejo svojo odgovornost pri delovanju v nadzornem svetu, sami krijejo stroške zavarovanja (Bratina et. al., 2005, str. 4).

Na podlagi pregleda vpliva sprememb zakonodaje v letu 2006 (ZGD-1, ZTVP-1 in Zpre-1) na določbe Kodeksa in analize izjav o skladnosti z določbami Kodeksa so bile dne 05.02.2007 sprejete druge spremembe Kodeksa. Nekatere glavne spremembe so:

- razširitev obvezne vsebine poslovnega poročila delniške družbe z izjavo o upravljanju družb;
- možnost izbire sistema upravljanja (eno-/dvtotirni sistem) ter s tem povezane določbe glede sestave organov vodenja in nadzora;
- posebnosti za javne delniške družbe (obvezna revizijska komisija v upravnih odborih, obvezno imenovanje vsaj enega izvršnega direktorja);
- omejitev članstva v nadzornem svetu oziroma v upravnem odboru delniške družbe na največ tri;
- uporaba informacijske tehnologije pri upravljanju družb, kar vključuje: možnost izbire elektronskega medija kot izključnega medija za objavo podatkov ali sporočil, za katere poslovodstvo meni, da so pomembni za delničarje;
- vzpostavitev povezave med pooblaščenecem na skupščini ter zastopanim delničarjem po elektronskem ali drugem primerljivem mediju;
- posebne določbe o obravnavi manjšinskih delničarjev (izključitev manjšinskih delničarjev iz družbe (*ang. Squeeze-Out*) ter pravica do izstopa manjšinskega delničarja iz družbe (*ang. Sell-Out*);
- vložitev tožbe v imenu družbe na zahtevo manjšine;
- natančnejša opredelitev oseb, ki delujejo usklajeno;
- krajši 14 - dnevni sklicani rok za skupščino, ki bo odločala o omejitvah dejanj ciljne družbe v primeru prevzema; ter
- odvzem glasovalnih pravic osebi ali osebam, ki delujejo usklajeno. V primeru kršitve obveznosti mora podati javno ponudbo v skladu z ZPre-1.

Navedene spremembe zakonodaje vplivajo predvsem na spremembe določb Kodeksa, ki se nanašajo na poglavje o skupščini, upravi in nadzornem svetu. Spremembe na področju razkritij izhajajo iz pregleda izjav o skladnosti s Kodeksom in so v večji meri tehnične narave in naj bi povečevale preglednost določb (Bratina et. al., 2005, str. 5).

4 KORPORATIVNO UPRAVLJANJE V NEMČIJI

4.1 ZAKONODAJNI OKVIR

V Nemčiji so pravice in dolžnosti delniških družb in njihovih delničarjev urejene v Zakonu o delnicah iz leta 1965 (*nem. Aktiengesetz – AktG*) (Kocbek, 1995, str. 396). Trgovinski zakonik iz leta 1897 (*nem. Handelgesetzbuch*) pa ureja vse gospodarske posle za vse oblike družb (Bohinc, Mežnar, 1996, str. 33).

Organi nemške korporacije so:

- uprava (*nem. Vorstand*),
- nadzorni svet (*nem. Aufsichtsrat*) in
- skupščina (*nem. Hauptversammlung*).

Nemški korporativni sistem je dvotiren. Gre za jasno razlikovanje med nadzorom in upravljanjem. Tako v organu nadzora kot v organu upravljanja sodelujejo zaposleni. Uprava in nadzorni organ sta strogo ločena. Tako član uprave ne more biti član nadzornega sveta (Bohinc, 2001, str. 248). Po nemškem pravu voli upravo nadzorni svet (111. člen AktG).

V ostalih dvotirnih sistemih upravo voli skupščina (Pivka, Puharič, 1999, str. 78).

4.1.1 Pristojnosti, dolžnosti in omejitve uprave

Uprava je avtonomen organ v vodenju in zastopanju korporacije, ki ne odgovarja skupščini, temveč nadzornemu svetu.

Dolžnosti in pristojnosti uprave v nemški korporaciji izhajajo iz zakonskih določb in iz statuta korporacije. Statut tako podrobneje določa dolžnosti in pristojnosti uprave, ki pa ne smejo biti v nasprotju z zakonskimi določili. Ravno tako velja, da je vedenjski vzorec direktorjev nemške korporacije določen tudi s pogodbami med direktorji in korporacijo, korporativnimi notranjimi akti in sklepi skupščine delničarjev.

76. člen nemškega AktG določa, da je uprava neposredno odgovorna za vodenje korporacije. To pomeni, neodvisno od neposrednega nadzora delničarjev. Velja, da je dolžnost nemške uprave tudi zastopanje korporacije v razmerjih s tretjimi osebami. Slednje predstavlja pravico podpisovanja v imenu korporacije in posledično pogodbeno zavezovanje korporacije. Pri tem pa ta pravica ne more biti omejena v razmerju do tretjih oseb. Ostale dolžnosti uprave so: po 83. členu AktG priprava in izvajanje sklepov skupščine, po 90. členu AktG letno in izjemoma četrletno

poročanje nadzornemu svetu o poteku dela uprave, o gospodarskih razmerah in o poslih korporacije ter priprava finančnih poročil in letnih obračunov korporacije.

Samostojnost uprave se omejuje na naslednjih področjih:

- obveznost sodelovanja z nadzornim svetom (npr. tožbe na izobdobjnost),
- sklep delničarjev na skupščini (sklep kot podlaga za npr. zahteve zoper člane uprave),
- pristojnosti odločanja na skupščini delničarjev (uprava je omejena na vprašanih, ki so v pristojnosti skupščine, npr. pri: spremembi statuta, povečanju in zmanjšanju kapitala itd.),
- soglasnost nadzornega sveta k poslom uprave (omejenost uprave s statutarno določitvijo vprašanj, ki se nanašajo na soglasnost nadzornega sveta k poslom uprave) in
- obveznost soglasja nadzornega sveta k opravljanju konkurenčne dejavnosti direktorja oziroma partnerja v drugi družbi (Bohinc, 2001, str. 264).

Sestav uprave in število članov

Nemško pravo določa, da je lahko vsaka fizična oseba, ki ni pravno nesposobna, direktor korporacije. Tudi tuj državljan je lahko član uprave in nadzornega sveta. Člani uprave pa ne morejo biti (76.3. člen AktG):

- člani nadzornega sveta v isti korporaciji,
- osebe, ki se jim na osnovi akta sodišča ali organa oblasti prepovedano izvajati določeno dejavnost oziroma opravljati določen poklic (če se taka prepoved nanaša na podjetje),
- osebe, ki so bile obsojene na stečaj oziroma so bile spoznane za krive kaznivih dejanj, v zvezi s plačilno nesposobnostjo v zadnjih petih letih.

Nemško pravo prepoveduje, da bi katera koli druga družba oziroma pravna oseba bila direktor ali član uprave. Upravo sestavlja ena ali več oseb (76.2. člen AktG). Nadzorni svet lahko imenuje predsednika uprave (84.2. člen AktG). Če tega ne stori, mora imenovati predstavnika uprave.

Razmerje med direktorjem in korporacijo

Direktor korporacije, ki je hkrati tudi član uprave, je v razmerju s korporacijo kot njen organ. Obenem pa je tudi zavezanec in upravičenec iz medsebojne pogodbe s korporacijo. Slednja pogodba je pogodba obligacijskega prava. Direktor, kot organ, vodi in zastopa korporacijo neodvisno od nadzornega sveta in delničarjev. Možno je,

da med direktorjem in korporacijo ni pisne pogodbe. Tedaj obvelja načelo mandata, ki obvezuje direktorja lojalnosti do korporacije (Bohinc, 2001, str. 273).

Odločanje uprave

Uprava nemške korporacije odloča s soglasjem vseh članov, kar pomeni odločanje s konsenzom. Statut sicer lahko določa, da zadošča večinska odločitev. Po 77. členu AktG velja, da lahko ustanovitveni akti določijo, da ima predsednik odločilen glas v primeru enakega števila glasov.

Zastopanje uprave

Zastopanje uprave je določeno v statutu korporacije oziroma v 78.2. členu AktG. Člani uprave, ki zastopajo korporacijo, lahko skupno pooblastijo posameznega člana, da zastopa korporacijo pri določenih poslih. Člani uprave so lahko pooblašteni s statutom ali s sklepom nadzornega sveta, če je tako določeno v statutu.

Imenovanje in odpoklic uprave

Nadzorni svet imenuje člane nemške korporacije za obdobje petih let. Dopustno je ponovno imenovanje, vendar na podlagi posebne odločitev nadzornega sveta. Slednje ne velja, če je skupna doba krajša od petih let (Bohinc, 2001, str. 71). 84. člen AktG določa, da se lahko podaljšanje korporativnega razmerja nanaša tudi na zaposlitveno razmerje. Pri tem pogodba lahko določi obveznost podaljšanja pogodbe, v primeru podaljšanja mandata. Po 84.2. členu AktG je imenovanje predsednika uprave v pristojnosti nadzornega sveta.

Odpoklic članov uprave je dopusten, toda le v primeru kršitve dolžnosti, nesposobnosti vodenja in izreka nezaupnice na skupščini. Odpoklic velja, če ni razveljavljen s tožbo na sodišču (Bohinc, Ivanjko, 1999, str. 102).

Dolžna skrbnost in odgovornost članov uprave

Po nemškem pravu so člani uprave dolžni ravnati s skrbnostjo vestnega in poštenega gospodarstvenika. 93. člen AktG nadalje prepoveduje razkritje zaupnih informacij in skrivnosti korporacije. Takšna delitev bi pomenila kršitev dolžne skrbnosti.

Nemško pravo ima civilno in kazensko odgovornost direktorjev. Pri civilni odgovornosti je najpomembnejša odgovornost za škodo, ki jo direktorji povzročijo z napačnim poslovanjem oziroma napačnimi odločitvami. Odškodninski zahtevek zoper direktorje lahko uveljavi korporacija nadzornega sveta. Odškodninska odgovornost je posledica kršitve dolžne skrbnosti direktorja, kis e meri po strožjih standardih z obrnjenim dokaznim bremenom, razen če dokaže, da je ravnal z dolžno

skrbnostjo vestnega in poštenega člana uprave. V slednjem primeru je razbremenjen odgovornosti (Bohinc, 2001, str. 275).

Možno se je odreči odškodninskemu zahtevku zoper direktorja, toda šele po preteku treh let od dneva zahtevka in pod pogojem, da se s tem strinja 90 odstotkov delničarjev na skupščini (Bohinc, Ivanjko, str. 183).

Po 94. členu AktG velja, da v kolikor dejanje direktorja temelji na zakoniti odločitvi skupščine delničarjev, potem slednji direktor ni odškodninsko odgovoren.

4.1.2 Nadzorni svet in njegove pristojnosti

Osnovna naloga nadzornega sveta je nadzor nad poslovanjem korporacije. To pomeni nadzor nad upravo pri uresničevanju strateških ciljev korporacije.

Funkcija nadzora je pristojnost nadzornega sveta kot celote, in ne posameznih članov (Bohinc, Ivanjko, 1999, str. 321).

Osnovne naloge nadzornega sveta po 11. členu AktG delimo na:

- *Imenovanje in odpoklic članov uprave*; postopek imenovanja in odpoklica uprave je opredeljen v statutu posamezne korporacije. Slednja pristojnost nadzornega sveta predstavlja odgovornost nadzornega sveta, da pravilno izbere člane uprave, ki bodo vodili korporacijo v skladu z zastavljenimi strateškimi cilji. Ravno tako velja, da mora nadzorni svet upravo odpoklicati nemudoma, ko ta ne zasleduje in ne uresničuje zastavljenih ciljev.
- *Nadzor nad delom uprave*; nadzorovanje uprave je osnovna dolžnost nadzornega sveta, saj mora nadzorni svet storiti vse, kar je v njegovi pristojnosti, da zaščiti interese delničarjev in upnikov korporacije. Nadzorni svet sproti preverja, če uprava izpolnjuje zastavljene cilje poslovanja, in ne posega v vsako podrobnost njenega delovanja. Pravica in dolžnost nadzornega sveta je, da le-ta preverja poslovne knjige, dokumentacijo, vrednostne papirje, zaloge blaga itd. To pomeni, preverjanje kot aktivno dejanje, in ne zgolj čakanje na poročila uprave. Stalni nadzor nad delom uprave ni edina obveznost nadzornega sveta. Ta mora po ugotovljeni nepravilnosti izvesti ustrezne ukrepe za zaščito interesov delničarjev in upnikov. Skrbnost dobrega gospodarstvenika tako velja tudi za člane nadzornega sveta. Če pride do opustitve te skrbnosti, nadzorni svet odgovarja solidarno.

- *Zastopanje korporacije proti članom uprave*; nadzorni svet, kot organ nadzora, ni organ vodenja. Pristojnosti vodenja tako ni moč prenesti na nadzorni svet, razen začasno, kar določa 105. člen AktG (npr. ko uprava izpodbija sklepe skupščine, se na njeno mesto začasno postavi nadzorni svet, ki v takem primeru opravlja funkciji vodenja in nadzora). V primeru začasnega vodenja korporacije s strani nadzornega sveta, je le-ta dolžan, vestno in s potrebno skrbnostjo, voditi posle korporacije. Podobno, kot sicer velja za upravo (112. člen AktG).
- *Odobritev poslov uprave*; po 11. členu AktG sme določene posle uprava opravljati le z izrecnim soglasjem nadzornega sveta. Če soglasja ni, vendar je bil sopogodbenik v dobri veri, da sklepa posel na veljaven način, ostane posel v veljavi. Se pa v takem primeru presoja o neposredni odgovornosti članov uprave, ki so sklenili tak posel brez soglasja nadzornega sveta in z zavestnim zavajanjem sopogodbenika. Pri odobritvi posla uprave sme nadzorni svet presojati zgolj to, ali je posel v interesu delničarjev in upnikov korporacije. Poseganje v npr. kadrovska vprašanja uprave ni dovoljeno. Tudi pristojnosti nadzornega sveta so v primeru odobritve posla uprave omejene, saj lahko v primeru, če nadzorni svet ne odobri posla uprave, uprava zahteva, da o odobritvi odloči skupščina delničarjev s tričetrtinsko večino oddanih glasov. Ravno tako velja, da presoja o odobritvi poslovne odločitve s strani nadzornega sveta terja strokoven in tehten pristop nadzornega sveta kot celote. Če takega pristopa ni, so člani nadzornega sveta lahko odškodninsko odgovorni.
- *Sodelovanje nadzornega sveta pri sestavljanju zaključnega računa*; zaključni račun izkazuje finančni položaj korporacije. Sodelovanje nadzornega sveta pri sestavljanju zaključnega računa pomeni nadzor nad stanjem korporacije. Nadzorni svet ta račun ne sestavlja, ga pa preverja. S tem nadzorni svet nadzira delo uprave in poslovanje korporacije.

Nadzorni svet ima po nemškem pravnem redu širša pooblastila kot v ostalih pravnih redih. Nadzorni svet tako imenuje upravo in ji lahko, če je v sporu z njo, prevzame posloводство korporacije (Pivka, Puharič, 1999, str. 79). Da pa se širša pooblastila nadzornega sveta (npr. možnost prevzema posloводства korporacije upravi) ne bi zlorabljala, lahko skupščina nadzorni svet odpokliče (kot tudi imenuje). Poglavitno je, da uprava, ki v prvi vrsti uresničuje interese korporacije, delničarjev, vlagateljev in zaposlencev, pozna in razume pristojnost nadzornega sveta po nadzorovanju dela uprave in njegovi pravici po prevzemu posloводства, v primeru da je le-ta v sporu z upravo.

Sestav nadzornega sveta

Nadzorni svet sestavljajo vsaj trije člani. Glede na delež kapitala je v svetu lahko do enaindvajset članov. Število članov mora biti deljivo s tri. Člani nadzornega sveta so lahko le fizične osebe, ne smejo biti člani nadzornega sveta v več kot desetih korporacijah, ne smejo biti istočasno člani nadzornega sveta in uprave. Vprašanja v zvezi s sestavo nadzornega sveta ureja AktG (95. – 116. člen).

Razmerje med nadzornim svetom in upravo

Nadzorni svet po nemškem pravu ne more sodelovati pri aktivnem vodenju v isti korporaciji. Ravno tako nadzorni svet ne more zastopati korporacije, razen če gre za posle s člani uprave. Uprava mora nadzornemu svetu redno poročati o zadevah, ki se nanašajo na: politiko korporacije, dobičkonosnost poslovanja, potek poslov, celotni prihodek, stanje v družbenih zadevah in posle, ki so v povezavi s korporacijo. Prav tako lahko redno pregleduje knjige in zapisnike ter najame celo strokovnjake. Nadzorni svet lahko določi, da je za določene posle potrebno njihovo soglasje, kar pomeni, da lahko veže veljavnost odločitev uprave na svojo prejšnjo odobritev. V razmerju do nadzornega sveta ni mogoče uveljaviti načela zaupnosti in tajnosti podatkov ter poslovnih listin, saj bi s tem izničili učinek nadzora. Tako ima nadzorni svet pravico do vpogleda v podatke, ki so zaupne narave (Kralj, 2003, str. 43).

Po AktG so določeni roki, katere mora uprava upoštevati pri predložitvi določene vrste poročil nadzornemu svetu:

- poročilo v zvezi z uresničevanjem načrtovane poslovne politike, najmanj enkrat letno (razen če določene zadeve zahtevajo takojšnjo predložitev poročila),
- poročilo o dobičku in donosu na kapital je potrebno predložiti nadzornemu svetu, kadar ta odloča o letnem finančnem poročilu,
- poročilo o prihodkih, stanju poslov in stanju korporacije je treba predložiti redno (toda ne manj kot četrletno),
- poročilo o poslih, ki vplivajo na donosnost in likvidnost korporacije, je potrebno predložiti pred pričetkom izvajanja poslov, saj mora nadzorni svet imeti dovolj časa za pravilno poslovno odločitev.

V skladu z 90. členom AktG lahko vsak član nadzornega sveta od uprave zahteva poročilo (npr. o vprašanih, povezanih s poslovanjem korporacije). Uprava predloži poročilo celotnemu nadzornemu svetu, in ne zgolj posamezniku, ki je po poročilu povprašal. Velja, da uprava lahko zavrne predložitev poročila, ki ga je zahteval posameznik. Toda, če tega posameznika podpre še vsaj en član nadzornega sveta, je predložitev poročila celotnemu nadzornemu svetu obvezna.

Imenovanje in odpoklic članov nadzornega sveta

Po 95. in 101. členu AktG člane nadzornega sveta imenuje skupščina (praviloma za obdobje štirih let). Izjema so člani, ki so voljeni po Zakonu o soodločanju in po Zakonu o upravljanju v podjetjih (npr. v nekaterih primerih imajo sindikati in delničarji pravico, da neposredno imenujejo člane nadzornega sveta, seveda v skladu s statutom). V skladu s 103. členom AktG je člane nadzornega sveta moč odpoklicati pred iztekom mandata, toda s tričetrtinsko večino glasov navzočih delničarjev (gre za kvalificirano večino). Odpoklic opravi organ, ki je že izvedel imenovanje. Člana nadzornega sveta lahko odpokliče sodišče, toda na predlog nadzornega sveta. Član nadzornega sveta lahko sam od funkcije odstopi, o čemer odloča skupščina. Pri tem ni potrebna kvalificirana večina glasov. Odstopno izjavo lahko član nadzornega sveta pošlje tudi upravi (98. in 99. člen AktG).

4.1.3 Skupščina in njene pristojnosti

Skupščina je najvišji organ nemške korporacije, kljub temu da v praksi o poslovanju odločata uprava in nadzorni svet. Skupščina je lahko redna ali izredna (Pivka, Puharič, 1999, str. 79). Delničarji tako uresničujejo zahteve na redni ali izredni skupščini. Delničarji imajo lahko svoje zastopnike. Odobritev sklepov delničarjev terja navadno večino glasov.

Pristojnosti skupščine so:

- odločanje o spremembi pravil, zvišanju in znižanju osnovnega kapitala, prenehanju ali fuziji korporacije, spremembi korporacije v komanditno delniško družbo ali v družbo z omejeno odgovornostjo,
- imenovanje in razrešitev članov nadzornega sveta in dajanje razrešnice upravi in nadzornemu svetu,
- imenovanje revizorjev za pregled poslovanja korporacije,
- odločanje o razdelitvi dobička (letno bilanco potrjuje skupščina le izjemoma).

Kapitalska večina navzočih delničarjev je dovolj za odločanje na skupščini. Važnejše odločitve (npr. sprememba statuta) pa terjajo kvalificirano večino (Pivka, Puharič, 1999, str. 79).

Razmerje med skupščino in upravo

Skupščina delničarjev mora najkasneje v osmih mesecih po končanem poslovnem letu odločati o razrešnici (120. člen). Razrešnica je potrditev delovanja članov uprave in nadzornega sveta. Razrešnica se lahko glasuje za vsakega člana posebej, če tako zahteva skupščina oziroma 10-odstotna manjšina delničarjev (Bohinc, Ivanjko, 1999,

str. 343). Razprava o potrditvi članov je vezana na razpravo o delitvi dobička (120.3. člen AktG). Uprava je tako skupščini dolžna predložiti letno poročilo, letno finančno poročilo in poročilo nadzornega sveta.

4.2 FRANKFURTSKA BORZA

Frankfurtska Borza vrednostnih papirjev (*nem. Frankfurter Wertpapierbörse*), v nadaljevanju: Frankfurtska borza oziroma FSE) je ena izmed prvih svetovnih borz vrednostnih papirjev. Največja izmed osmih nemških borz je postala že v sredini 20. stoletja, medtem ko danes pokriva 90 odstotkov nemškega trga vrednostnih papirjev. Od leta 1993 poteka njeno delovanje preko organiziranega trga Nemške Borze (*nem. Deutsche Börse*) (vir: spletna stran Frankfurtske borze).

Na FSE poteka trgovanje s preko 77.000 vrednostnih papirjev in 260.000 poslov dnevno, kar postavlja FSE na mesto 3. največje borze vrednostnih papirjev na svetu in na 6. mesto po tržni kapitalizaciji. Njen vrednostni obseg prometa je 5,2 milijarde letno. Za primerjavo, Ljubljanska borza je v letu 2006 z 228.941 opravljenih poslov njenih borznih članov ustvarila 996,48 milijonov EUR prometa (Letno poročilo Ljubljanske borze, 2006, str. 19).

Večina trgovanja na FSE poteka preko elektronskega sistema Xetra, ki omogoča trgovanje 15 držav na eni platformi. Tako kar 47 odstotkov borznih udeležencev prihaja iz tujine.

FSE trenutno ponuja 79 borznih indeksov, kar ga uvršča na sam vrh trgovanja z vrednostnimi papirji v Evropi. Investitorji imajo na izbiro 55 pasivno vodenih in 24 aktivno vodenih vzajemnih skladov. Za razliko od ostalih, se cene FSE skladov določajo vsako minuto, vsi posli pa so izvedeni takoj.

Na FSE trenutno kotira 6.823 podjetij, ki se lahko uvrstijo na enega izmed organiziranih trgov:

- prosti trg (*nem. Entry Standard*), ki ga nadzira sama borza,
- borzni trg (*nem. General Standard*) in v
- prvo kotacijo (*nem. Prime Standard*), ki sta podvržena zakonodaji EU.

Nemški organizirani trg je trg vrednostnih papirjev, ki ga ureja Zakon o trgu vrednostnih papirjev (*nem. Wertpapierhandel - WpHG*). Pred uvrstitvijo vrednostnega papirja podjetja v kotacijo, mora podjetje izpolnjevati kriterije, določene z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev, ter izpolnjevati Kriterije za uvrstitev vrednostnih papirjev na borzo, nemškim Prospectus Act ter zadostiti Pravilom borze.

Na organiziranem trgu poteka trgovanje tako preko elektronske trgovalne platforme Xetra kot tudi preko Frankfurtske borzne kotacije. Ceno vrednostnih papirjev, v skladu s Pravili borzne kotacije določajo neodvisni brokerji, ki so pod nadzorom trga.

Zakonodajni okvir Prve kotacije določa EU zakonodaja. V Prvo kotacijo se uvrščajo podjetja, ki želijo nagovoriti mednarodne investitorje.

Ta podjetja morajo zadostiti visokim standardom transparentnosti, ki predstavljajo nadgradnjo minimalnih zakonodajnih kriterijev za prosti trg in borzno kotacijo. Ti kriteriji so:

- kvartalno poročanje v nemškem in angleškem jeziku;
- uporaba mednarodnih računovodskih standardov (IFRS/IAS ali US-GAAP);
- objava finančnega koledarja, ki predvideva vsaj eno letno konferenco z objavo rezultatov;
- objava cenovno občutljivih informacij v nemščini in angleščini.

Uvrstitev delnic podjetja v Prvo kotacijo je ključni pogoj za uvrstitev delnic v enega izmed izbranih indeksov DAX, MDAX, TecDAX in DSAX. Poleg uvrstitve delnic podjetja v prvo kotacijo na kotacijo v enem izmed teh indeksov pogojujejo z njihovim vrednostnim prometom in tržno kapitalizacijo. Nekateri izmed indeksov so sektorsko pogojeni. V nadaljevanju so na kratko predstavljeni najpomembnejši nemški indeksi na FSE.

4.3 NEMŠKO ZDRUŽENJE DELNIČARJEV

V Nemčiji že od leta 1947 deluje Nemško združenje delničarjev (*nem. Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. - DSW*), ki ima danes preko 28.000 članov. Sedež združenja je v Düsseldorfu, poleg tega pa ima še 8 regionalnih pisarn s honorarno zaposlenimi predstavniki.

Osnovne naloge združenja so svetovanje vladnim in ekspertnim odborom, sodiščem in ostalim javnim uslužbencem na področju korporativnega upravljanja, vrednostnih papirjev, davkov in korporativne zakonodaje. Člani DSW so hkrati člani nadzornih svetov vseh pomembnejših nemških borz vrednostnih papirjev v Düsseldorfu, Bremnu, Berlinu, Hannoverju in Stuttgartu. DSW je med drugim član Kromove komisije (*nem. Cromme Kommission*), Evropskega foruma korporativnega upravljanja, Nemške revizijske agencije za računovodstvo (DPR) ter Strokovnega odbora za vrednostne papirje v Frankfurtu, ki nemški vladi svetuje pri vprašanjih, povezanih s trgom kapitala. So člani Evropskega servisa za korporativno upravljanje (*ang. European Corporate Governance Service - ECGS*), ki 300 evropskim javnim družbam nudi raziskave s področja korporativnega upravljanja in svetovanja na

področju glasovanja preko pooblaščenecv. Združenje delničarjev je redni udeleženeec mednarodnih konferenc na pomembne teme kot so korporativno upravljanje v Evropi in ZDA. DSW je tudi član Vseevropskega združenja delničarjev, ki ima sedež v Bruslju, ki zastopa interese individualnih investitorjev na nivoju Evropske unije (vir: spletna stran Združenja DSW).

4.4 NEMŠKA KOMISIJA ZA KORPORATIVNO UPRAVLJANJE

Nemška komisija za korporativno upravljanje (*nem. Regierungskommission*) je bila ustanovljena leta 2001 s strani pravosodnega ministrstva. V letu 2002 je sprejela prvi Nemški Kodeks korporativnega upravljanja. Cilj nemškega Kodeksa je transparentna opredelitev pravil korporativnega upravljanja za domače in tuje, internacionalne investitorje, ki bo posledično povečala zaupanje investitorjev v management nemških korporacij. V ta namen Kodeks naslavlja in argumentira vse pomembnejše kritike nemškega sistema korporativnega upravljanja, med drugim:

- zanemarjanje interesov delničarjev,
- dvotirni sistem, ki ga sestavljata nadzorni svet in uprava družbe,
- nezadostna transparentnost nemškega sistema korporativnega upravljanja,
- nezadostna neodvisnost nemških nadzornih svetov,
- omejena neodvisnost revizorjev, ki revidirajo finančne izkaze družb.

Kodeks tako v odvisnosti od zakonodajnega okvirja določa standarde nemškega sistema upravljanja.

Namen nemške vladne komisije za korporativno upravljanje je spremljanje razvoja korporativnega upravljanja iz vidika zakonodaje in na drugi strani dejanske prakse nemških družb. Na osnovi teh ugotovitev in prejetih predlogov in kritik obstoječega Kodeksa, lahko ta institucija vsako leto predloži spremembe Kodeksa upravljanja.

Nemška Komisija za korporativno upravljanje šteje trinajst eminentnih članov iz vrha nemških korporacij, med katerimi je tudi dr. Gerhard Cromme, ki je tudi njen predsednik. Komisija je zato v javnosti poznana tudi kot Kromova komisija (vir: spletna stran Komisije).

4.5 NEMŠKI KODEKS UPRAVLJANJA JAVNIH GOSPODARSKIH DRUŽB

V Nemčiji že od leta 1947 deluje Nemško združenje delničarjev, ki ima danes preko 25.000 članov. Združenje in nemška Komisija za korporativno upravljanje, ki je bila ustanovljena septembra 2001 s strani takratnega pravosodnega ministrstva, sta najbolj zaslužna za uvedbo prvega nemškega Kodeksa korporativnega upravljanja (v nadaljevanju: Kodeks). Kodeks je začel veljati februarja 2002. Meseca julija istega

leta je bil implementiran v nemški AktG v 161. členu in služi kot vodilo korporativnega upravljanja.

V skladu z 161. členom AktG so določbe Kodeksa nezavezujoče, vendar zakon od družb zahteva da objavijo odstopanja od priporočil in predlogov Kodeksa. Na podlagi zakona morajo gospodarske družbe, v kolikor ne sprejmejo Kodeksa v svoja pravila, enkrat letno v posebni izjavi o skladnosti z določbami Kodeksa (*nem. Erklärung zum Corporate Governance Kodex*) pojasniti, zakaj tega niso naredile. Izjava se mora enkrat letno objaviti v letnem poročilu družbe in na spletnih straneh družbe. Za razliko od odstopanj od priporočil, razlogov za odstopanja od predlogov podjetja ni potrebno navajati.

Nemški Kodeks korporativnega upravljanja je prvenstveno namenjen podjetjem, katerih delnice kotirajo na borzi, medtem ko se ostalim družbam svetuje njegova uporaba. Kodeks je bil nazadnje dopolnjen in spremenjen 14. junija 2007. 4. decembra istega leta je pričela veljati prenovljenemu kodeksu ustrezna izjava o skladnosti s priporočili Kodeksa (vir: spletna stran Frankfurtske borze).

Osnovni cilj nemškega Kodeksa je povečati zaupanje investitorjev v management nemških podjetij ter povečati varnost investitorjev. Korporativno upravljanje pomeni odgovoren management ob hkratnem nadzoru gospodarskih družb. Vključuje faktorje, kot so uspešno sodelovanje med upravo in nadzornim svetom družbe, transparentnost v korporativni komunikaciji in varovanje interesov delničarjev. Kodeks predstavlja odgovor na vse pomembne in mednarodne kritike nemške tržne strukture. Te se nanašajo na pomanjkanje transparentnosti znotraj managementa in na nezadostno zastopanost interesov delničarjev. Nemškemu sistemu očitajo tudi pomanjkanje neodvisnosti zunanjih revizorjev in nadzornih svetov družb.

Nemški Kodeks korporativnega upravljanja predstavlja bistvene statutarne uredbe za vodstvo in nadzor podjetij, ki kotirajo na Nemški borzi, in vsebuje mednarodne in nacionalne standarde za učinkovito in odgovorno upravljanje družb. Cilj Kodeksa je omogočiti transparentnost in razumljivost nemškega sistema korporativnega upravljanja. Njegov namen je povečati zaupanje mednarodnih in nacionalnih vlagateljev, kupcev, zaposlenih in ostalih javnosti v vodenje in nadzor družb, ki kotirajo na Nemški borzi.

Kodeks je razdeljen na šest poglavij. Prvi del obravnava delničarje in skupščino delničarjev, drugi del se nanaša na sodelovanje med vodstvom in nadzornim svetom, tretji in četrti del sta namenjena vodstvu in nadzornemu svetu družbe, peti del transparentnosti in razkritjem, šesti del pa ureja poročanje in revidiranje letnih finančnih izkazov.

Najpomembnejši principi nemškega Kodeksa korporativnega upravljanja so:

- Ena delnica pomeni en glas.

Delnice z več glasovalnimi pravicami je potrebno ukiniti. Neodvisnemu pooblaščenцу mora biti omogočeno glasovanje na skupščinah v primeru odsotnosti delničarja.

- Intenzivno sodelovanje uprave družbe in njenega nadzornega sveta.

Pojavila se je potreba po boljši informiranosti članov nadzornega sveta s ciljem povečevanja odgovornosti znotraj njihove nadzorne vloge.

- Nagrajevanje članov uprave in članov nadzornega sveta.

Plačilo za delo uprave naj bo sorazmerno z ekonomsko situacijo podjetja. Plačila članov uprave naj bodo sestavljena iz fiksnega in variabilnega dela. Poleg tega se podjetja poziva k javni objavi plačil članov obeh odborov.

- Neodvisnost članov nadzornega sveta.

Potrebno se je izogibati ali vsaj javno objaviti vse vrste svetovalnih pogodb s konkurenti, potencialne konflikte v interesih glede na ostale funkcije, ki jih zasedajo ter prevelikemu številu bivših članov uprave v nadzornih svetih.

- Transparentnost.

Veljati mora enakomerna obveščenost vseh vlagateljev. Finančni analitiki in njim podobni opazovalci trga ne smejo pridobivati ekskluzivnih informacij.

- Nevtralnost zunanjih revizorjev.

Zunanji revizorji morajo razkriti vsa profesionalna, finančna in ostala podobna razmerja z podjetjem, ki ga revidirajo. Morebitni konflikti interesov morajo biti nemudoma poročani nadzornemu svetu.

Poleg navedenega, so v Kodeksu zapisana še druga priporočila, kot je npr. uvedba revizijskega odbora, ki se bo ukvarjal z računovodskimi vprašanji in upravljanju s tveganji. Prav tako se svetuje takojšnja objava informacije o nakupih oziroma prodajah delnic družbe in uveljavljanja delniških opcij s strani uprave družbe. Določa tudi roke objav finančnih rezultatov. Tako mora biti kvartalno poročilo o poslovanju družbe javno objavljeno najkasneje v 45 dneh od konca posameznega kvartala, letno poročilo pa najkasneje v 90 dneh od konca koledarskega leta.

Priporočila Kodeksa na področju transparentnosti vključujejo naslednja orodja korporacijske komunikacije:

- Redno poročanje v obliki letnih poročil, medletnih poročil, letnih novinarskih konferenc ob objavi finančnih rezultatov ter telefonskih konferenc;
- Letna objava finančnega koledarja z vsemi pomembnejšimi datumi za družbo;
- Letna skupščina delničarjev;
- Redna objava pomembnejših finančnih podatkov in razkritij, povezanih z družbo;
- Redno poročanje o transakcijah z delnicami družbe s strani uprave ali nadzornega sveta družbe;
- Informacije o upravi in nadzornemu svetu družbe (npr. struktura nagrajevanja uprave, opsijski načrt).

5 ANALIZA IN PRIMERJAVA SLOVENSКИH IN NEMŠKIH IZJAV IZ LETA 2007 O SPOŠTOVANJU DOLOČB KODEKSA KORPORATIVNEGA UPRAVLJANJA

5.1 DOSEDANJE RAZISKAVE

Znotraj Poročila o upravljanju javnih delniških družb 2006 sta Marija Valentinčič Pregelj in Nina Cankar pripravili Pregled izjav o skladnosti z določbami kodeksa upravljanja javnih delniških družb leta 2006. Namen dokumenta je bil opraviti pregled izjav o skladnosti z določbami Kodeksa v letu 2006 za izdajatelje delnic borzne kotacije in preko pregleda ugotoviti razloge za odstopanja od določb Kodeksa. V prvem delu dokumenta je predstavljen pregled izjav o skladnosti s Kodeksom in ugotovljena odstopanja po posameznih področjih. Opravljeni sta tako tehnična kot tudi vsebinska analiza izjav in problemov, ki jih te odpirajo.

Osnovne ugotovitve, ki izhajajo iz tehnične analize so od katerih določb izdajatelji odstopajo ter koliko izdajateljev je razkrilo odstop od posamezne določbe. Iz raziskave izhaja, da so največja odstopanja od Kodeksa:

- presoja in postopanje v primeru nasprotja interesov članov nadzornega sveta (določba 3.5.5),
- javne objave pomembnih sporočil družbe tudi v angleškem jeziku (določba 7.1.2),
- sestava in objava letnih in medletnih konsolidiranih in nekonsolidiranih izkazov v skladu z MSRP (določba 7.1.4) ter

- opredelitve cilja družbe v statutu (določba 1.1.1).

Glede na pogostost razkritja odstopanj od Kodeksa se določbe Kodeksa razdelijo na tri zaokrožene sklope. Pri veliki večini določb je odstopanje razkrilo manj kot 6 družb (0-19 odstotkov). 24 določb je takšnih, pri katerih je 6 ali več družb razkrilo odstopanje (več kot 20 odstotkov). Večina odstopanj se giblje v razponu od 6 do 11 družb (20 do 40 odstotkov), z izjemo določbe 1.1.1, od katere je odstop razkrilo 12 družb, ter določb 3.5.5, 7.1.2 in 7.1.4, pri katerih je odstopanje razkrilo 13 družb (50 odstotkov). Nobena določba pa nima zabeleženih več kot 50 odstotkov odstopanj.

Vsebinska analiza odstopanj nadalje razvrsti analizirane izjave v štiri večje skupine:

- golo razkritje odstopanja (družba navede le da od določbe odstopa, ne pojasni pa razlogov oz. družba ne vidi razloga, zakaj bi spoštovala določbo);
- razkritje odstopanja in namen, da bo družba določbo v prihodnje spoštovala;
- razkritje oziroma zgolj opis lastne prakse ter
- razkritje odstopanja in obrazložitev odstopanja ter opis lastne prakse.

Analiza je pokazala tudi, da je bilo v letu 2006 kar nekaj razkritij, ki niso dejanska odstopanja. Nadalje obstaja vrsta izjav in razlogov za odstopanje, ki so si zelo podobne, celo identične. Besedilo nekaterih razkritij odstopanj od določenih določil Kodeksa je povsem enako, kar nakazuje na kopiranje izjav družb. Problematično je tudi nerazumevanje sestave Kodeksa, saj družbe pojasnjujejo odstopanje od priporočil Kodeksa, kar ni potrebno. Nadalje je analiza pokazala, da nekatere izjave v bistvu ne predstavljajo razkritij odstopanj, temveč razkrivajo, kako družba določbo spoštuje. Poleg nedvoumnih razkritij določb je pregled nakazal tudi nekaj razkritij, v katerih izdajatelj kot razlog za odstopa navede lastno prakso, ki pa sama po sebi kot taka ni predmet priporočila Kodeksa.

Osnovna ugotovitev analize izjav pa je, da je zelo malo takih izjav, ki jih po kvaliteti razkritij lahko označimo kot ustrezne izjave na podlagi načela spoštuj ali pojasni razloge za odstopanje, torej izjav, ki vsebujejo razkritje in obrazložitev odstopanja ter opis lastne prakse. Zelo malo je izjav, ki bi razkrile dejanske probleme korporativnega upravljanja (Pregelj, Cankar, 2006, str. 88 - 111).

5.2 NAMEN IN CILJI RAZISKAVE IZJAV SLOVENSКИH IN NEMŠKIH JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB O SPOŠTOVANJU DOLOČB KODEKSA

Določbe, ki jih vsebuje Kodeks so po naravi nezavezujoče, vendar zakon od javnih delniških družb zahteva objavo odstopanj od priporočil in predlogov Kodeksa. Javne delniške družbe morajo tako v t.i. izjavi o skladnosti z določbami Kodeksa letno objaviti vsa odstopanja od Kodeksa. Gre za načelo spoštuj ali pojasni, ki je eden od

osnovnih gradnikov Kodeksov korporativnega upravljanja po svetu. Izjavo oblikujeta in podpišeta njena uprava in nadzorni svet. Z njo se družba izreče, ali spoštuje določbe Kodeksa, in navede razloge za nespoštovanje, če katere od določb ne izpolnjuje.

Cilj moje raziskave je v prvi vrsti opredeliti, v kolikšni meri javne delniške družbe v Sloveniji in Nemčiji pri svojem delovanju spoštujejo in upoštevajo določbe slovenskega in nemškega Kodeksa. Osnovna predpostavka, ki sem jo pri tem sprejela je, da podpisane izjave o skladnosti z določbami Kodeksa s strani uprave in nadzornega sveta, v resnici odražajo dejansko stanje na področju korporativnega upravljanja družbe.

Namen moje naloge je bil nadalje preko primerjave izjav o skladnosti z določbami Kodeksa slovenskih in nemških javnih delniških družb ugotoviti, katere družbe bolj spoštujejo in upoštevajo temeljna načela Kodeksa. Glede na dejstvo, da izjave temeljijo na načelu spoštuj ali pojasni, je osnovni element Kodeksa razkritje. Vendar golo razkritje odstopanja od določb Kodeksa ni dovolj, potrebna je tudi takšna obrazložitev odstopanja, ki bo investitorjem ponudila uporabne, zanesljive in popolne informacije, ki se nanašajo na prakso odstopajoče družbe (Pregelj, Cankar, 2006, str. 89). Izjave o skladnosti z določbami Kodeksa so namreč osnovni odraz poslovnih praks podjetij in odražajo njihovo stopnjo transparentnosti in preglednosti pri poslovanju.

Področje moje raziskave je zajemalo vse v letu 2007 objavljene izjave o skladnosti z določbami Kodeksa s strani javnih delniških družb, ki so v letu 2007 kotirale v borznih kotacijah Ljubljanske in Frankfurtske borze. Tako nemške kot slovenske izjave leta 2007 sem v nadaljevanju samostojno analizirala. Nazadnje pa sem preko primerjave obeh sistemov želela ugotoviti katera, nemška ali slovenska podjetja bolj spoštujejo določbe Kodeksa in posredno soustvarjajo sistem korporativnega upravljanja.

Pred začetkom raziskave sem na osnovi proučevane literature, do sedaj opravljenih empiričnih raziskav s področja korporativnega upravljanja, s pomočjo sekundarnih virov in lastnega opažanja, postavila naslednje hipoteze.

- *Hipoteza 1: Delniške družbe, ki kotirajo v borzni kotaciji na slovenskem in nemškem organiziranem trgu imajo na svojih spletnih straneh tekoče objavljene izjave o spoštovanju določb Kodeksa.*

Sledil je pregled izjav. S tehnično analizo sem ugotovila kakšna so odstopanja slovenskih in nemških podjetij od nemškega in slovenskega Kodeksa upravljanja javnih delniških družb. V ta namen sem analizirala vse nemške in slovenske izjave iz leta 2007 o spoštovanju Kodeksa, ki so bile javno objavljene na njihovih spletnih

straneh. Na osnovi spremljanja problemov upravljanja slovenskih družb v medijih in glede na lastna opažanja in sklepanja sem postavila drugo hipotezo.

- *Hipoteza 2: Družbe, katerih redne delnice so uvrščene v trgovanje na organiziranem trgu v Sloveniji in Nemčiji sledijo priporočilom Kodeksov o korporativnem upravljanju javnih delniških družb.*

V naslednjem koraku sem analizirala odstopanja od določb nemškega in slovenskega Kodeksa. Kakšna je vsebina teh določb in kako so družbe pojasnjevale odstopanja je bil cilj moje analize. Na ta način sem na eni strani spoznala sistem korporativnega upravljanja obeh držav, na drugi strani pa sem s pregledom izjav in pojasnil odstopanj od določb predstavila pogled podjetij. Prav zato sem analizo poskušala predstaviti kar se da nevtrarno. Ker izjavo o spoštovanju kodeksa podpišeta njena uprava in nadzorni svet družbe in ker predpostavljam, da so motivi slovenskih in nemških podjetij kot enih izmed ključnih udeležencev trga kapitala podobni, sem izhajala iz domneve, da so priporočila, ki jih družbe ne upoštevajo, v veliki meri enake narave. V ta namen sem postavila hipotezo št. 3.

- *Hipoteza 3: Določbe, od katerih slovenske in nemške javne delniške družbe razkrivajo odstopanja, so enake po vsebini.*

Nadalje sem s komparativno metodo primerjala izjave nemških in slovenskih podjetij o spoštovanju določb Kodeksa. Pri tem sem imela cilj ugotoviti, katera podjetja, nemška ali slovenska, bolj spoštujejo Kodeks upravljanja. Ker sem omejena le na spremljanje problemov upravljanja slovenskih družb v medijih, sem postavila četrto hipotezo.

- *Hipoteza 4: Nemška podjetja v večji meri upoštevajo določbe nemškega Kodeksa kot slovenska podjetja slovenski Kodeks.*

5.3 OPIS METODOLOGIJE RAZISKAVE

V pričujočo raziskavo magistrskega dela so vključene gospodarske družbe, katerih delnice kotirajo v borzni kotaciji na Frankfurtski borzi in Ljubljanski borzi. Seznam javnih delniških družb v borzni kotaciji sem pridobila na spletnih straneh obeh borz. V raziskavo so bile zajete na eni strani vse nemške družbe, katerih delnice kotirajo na organiziranem trgu v borzni kotaciji po stanju na dan 08.03.2008, na drugi pa vse slovenske družbe, katerih delnice kotirajo na slovenskem organiziranem trgu v borzni kotaciji na dan 05.04.2008.

V raziskavi sem se najprej osredotočila na spletne strani družb, na katerih sem iskala najprej letna poročila, zatem pa še zadnje objavljene izjave o spoštovanju določb

Kodeksa. Moj namen je bil priti do izjav leta 2007 o spoštovanju določil Kodeksa. V ta namen sem zbrala 142 nemških izjav, ki sem jih analizirala. V nadaljevanju sem analizirala še 19 slovenskih izjav.

Moja raziskava je osredotočena na sistem korporativnega upravljanja v nemških in slovenskih javnih delniških družbah, zato govorimo o statični poslovni raziskavi. V raziskavi sem uporabila deskriptivni pristop, saj sem najprej opisala stanje korporativnega upravljanja v Nemčiji, potem pa še v Sloveniji. V naslednjem koraku sem s komparativno metodo primerjala obnašanje nemških in slovenskih podjetij na področju sistema korporativnega upravljanja. Moj cilj je bil ugotoviti, katera podjetja bolj spoštujejo določbe Kodeksa.

5.3.1 Opis splošnih značilnosti vzorca

Za namen primerjave izjav o upoštevanju določb Kodeksov slovenskih in nemških podjetij sem imela opravka z dvema vzorcema, ki sem ju v začetku obravnavala povsem samostojno. Prvi vzorec je zajemal in predstavljal izjave 142 nemških podjetij, katerih delnice kotirajo v borzni kotaciji na organizirani frankfurtski borzi. Drugi vzorec je zajemal 19 slovenskih delniških družb, ki so po stanju na dan 01.04.2008 kotirale na Ljubljanski borzi. Vse izjave so bile pridobljene na naslednje dni: 08.03.2008, 24.03.2008, 25.03.2008, 26.03.2008, 31.03.2008, 01.04.2008 in so dokumentirane v PDF ali v Word obliki. Na spletnih predstavitev nemških podjetij z angleško različico sem zaradi boljšega razumevanja analizirala angleško različico izjave.

Od 204 nemških podjetij, ki imajo svojo spletno predstavitev ima 177 podjetij na njih objavljeno izjavo o spoštovanju Kodeksa. Preostalih 27 podjetij na svojih spletnih straneh nima objavljene izjave o spoštovanju kodeksa, kar predstavlja 13 odstotkov podjetij s svojimi spletnimi stranmi.

Pri pregledovanju spletnih predstavitev nemških podjetij in njihovih izjav o spoštovanju Kodeksa sem upoštevala njihovo zadnjo objavo na internetnih straneh. Tako sem ugotovila, da so na spletnih straneh objavljene izjave nemških podjetij naslednje:

- 1 izjava je bila objavljena v letu 2005;
- 18 izjav je bilo objavljenih v letu 2006;
- 131 izjav v letu 2007;
- 21 izjav v letu 2008;
- 4 izjave pa so brez navedbe datuma objave ali obdobja, na katero se izjava nanaša.

V nadaljnjo analizo so bile uvrščene zadnje objavljene izjave o spoštovanju Kodeksa. Glede na čas poteka moje raziskave (mesec marec in april 2008) so bile to izjave, ki so bile objavljene v letu 2007 ali v letu 2008, ter se nanašajo na korporativno upravljanje delniške družbe v letu 2007. V nadaljnjo analizo je bilo tako uvrščenih 152 zadnje javno objavljenih izjav o upoštevanju določb Kodeksa. Iz vzorca 152 podjetij sem izločila 8 izjav, saj iz njih ni bilo mogoče enoznačno trditi, katere določbe Kodeksa ta podjetja kršijo. Nadalje sem izločila še dve podjetji, ki sicer imata objavljeni izjavi, vendar se nanašata na avstrijski in ne nemški kodeks upravljanja. Tako je končni vzorec nemških podjetij zajemal 142 javno objavljenih izjav o upoštevanju določb kodeksa.

Drugi vzorec je zajemal vse javno objavljene izjave o spoštovanju Kodeksa slovenskih javnih delniških družb, ki kotirajo v borzni kotaciji Ljubljanske borze. Na organiziranem trgu Ljubljanske borze je bilo po stanju na dan 05.04.2008 16 javnih delniških družb, katerih redne delnice kotirajo v borzni kotaciji. Ker se mi je zdel vzorec premajhen za kvalitetno analizo, sem v analizo vključila še vsa podjetja, ki so bila na ta dan v Prvi kotaciji Ljubljanske borze. Tako sem imela pred sabo seznam 24 podjetij. Ko sem na spletnih straneh pregledovala njihove zadnje objavljene izjave, sem ugotovila naslednje:

- 3 izjave so bile objavljene v letu 2008;
- 16 izjav v letu 2007 ter
- 5 izjav v letu 2006.

Od 24 podjetij sem iz vzorca izvzela 5 podjetij, ki so imeli na spletnih straneh objavljene izjave, ki se nanašajo na leto 2006. Tako sem analizirala 19 izjav o skladnosti s Kodeksom iz leta 2007.

5.3.2 Predpostavke v zvezi z izjavami, uporabljenimi v raziskavi

Če sta bili na spletni strani javne delniške družbe objavljeni izjavi za leto 2008 in za leto 2007, sem v nadaljnji analizi upoštevala izjavo kasnejšega datuma. V primeru, da je bila na spletni strani za leto 2007 objavljena več kot ena izjava, so bile analizirane vse, medtem ko sem jih pri celotni analizi upoštevala kot eno skupno izjavo.

V primeru, da je javna delniška družba v izjavi naznanila, da bo v bodoče upoštevala določeno določilo Kodeksa, tega v svoji analizi nisem upoštevala. V primeru, da je javna delniška družba v pojasnilu naznanila, da bo določbo upoštevala z letom 2007, sem upoštevala, kot da ni kršitve določbe.

V primeru, da je javna delniška družba v izjavi objavila, da krši določeno poglavje kodeksa, sem v nadaljnji analizi označila tudi vsa podpoglavja, ki jih s tem krši.

Če je javna delniška družba v izjavi navedla, da krši določilo, v resnici pa je kršila le priporočilo Kodeksa, njene navedbe nisem upoštevala kot kršitve Kodeksa (tak primer je npr. priporočilo o spremljanju skupščine delničarjev po internetu).

Pri nemškemu Kodeksu korporativnega upravljanja sem upoštevala naslednje predpostavke. Kodeks je razdeljen na 6 poglavij, znotraj vsakega poglavja pa so navedena tako določila kot tudi priporočila. Ker je izjava zasnovana po načelu spoštuj ali pojasni, naj bi podjetja v izjavah navedla le odstopanja od določil Kodeksa, medtem ko odstopanj od priporočil ni potrebno pojasnjevati. Tako sem od skupno 73 določil Kodeksa izvzela 4 priporočila. Pri raziskavi sem tako upoštevala 69 določil Kodeksa in glede na to vrednost analizirala odstopanja s strani nemških javnih delniških družb.

Pri slovenskem Kodeksu upravljanja javnih delniških družb sem upoštevala naslednje predpostavke. Kodeks je razdeljen na 8 vsebinskih sklopov, znotraj vsakega poglavja pa so navedena tako določila kot tudi priporočila. Ker je izjava zasnovana po načelu spoštuj ali pojasni, naj bi podjetja v izjavah navedla le odstopanja od določil Kodeksa, medtem ko odstopanj od priporočil ni potrebno pojasnjevati. Tako sem od skupno 189 določil slovenskega Kodeksa izvzela 6 priporočil. V rezultatih raziskave sem tako upoštevala 183 določil Kodeksa in glede na to vrednost računala odstopanja.

5.4 PREVERJANJE HIPOTEZ IN ZAKLJUČKI ANALIZE

- *Hipoteza 1: Delniške družbe, ki kotirajo v borzni kotaciji na slovenskem in nemškem organiziranem trgu imajo na svojih spletnih straneh tekoče objavljene izjave o spoštovanju določb Kodeksa⁶.*

Od 204 nemških delniških družb, ki imajo svojo spletno predstavitev na internetu ima 177 družb objavljeno izjavo o spoštovanju Kodeksa, kar je 87 odstotkov. Preostalih 28 nemških podjetij na svojih spletnih straneh nima objavljene izjave o spoštovanju kodeksa, kar predstavlja 13 odstotkov vseh nemških podjetij. Od 177 izjav se 1 izjava nanaša na leto 2005, 18 izjav na leto 2006, 131 izjav na leto 2007, 21 izjav na leto 2008, 4 izjave pa so brez navedbe datuma objave. Torej ima 87 odstotkov nemških delniških družb tekoče objavljeno izjavo o upoštevanju določb Kodeksa v letih 2007 in 2008.

⁶ Oba Kodeksa priporočata, da ima družba na spletnih straneh objavljene izjave za 5 letno obdobje

Od 24 slovenskih delniških družb, ki z rednimi delnicami kotirajo na organiziranem borznem trgu Ljubljanske borze po stanju na dan 01.04.2008 imajo na svojih spletnih straneh objavljene izjave o spoštovanju Kodeksa vse razen enega podjetja. To je Pivovarna Laško. Od vseh 24 družb jih ima 19 objavljene izjave o spoštovanju Kodeksa iz leta 2007 in 2008, kar predstavlja 79 odstotkov.

S tem lahko potrdim prvo hipotezo, da imajo slovenske in nemške delniške družbe v več kot 70 odstotkih tekoče objavljene izjave o spoštovanju določb Kodeksa.

- *Hipoteza 2: Družbe, ki so uvrščene v trgovanje na organiziranem trgu v Sloveniji in Nemčiji sledijo priporočilom Kodeksov o korporativnem upravljanju.*

Iz 152 pridobljenih in analiziranih nemških izjav izhaja, da je velika večina nemških podjetij v letu 2007 upošteva določbe Kodeksa. Tri družbe, katerih delnice kotirajo v borzni kotaciji FSE v popolnosti spoštujejo Kodeks in njegove določbe. Gre za družbe Bayer AG, Hamborner AG in EnBW Energie Baden-Wurtemberg AG. Dve nemški družbi kršita le eno določbo Kodeksa, kar nakazuje na skoraj 100 odstotno usklajenost s Kodeksom. Iz 11 analiziranih izjav izhaja, da ne spoštujejo določb Kodeksa. Za razlog večina navaja, da pri svojem poslovanju že tako zadostujejo zakonskemu okviru in ne vidijo nobene dodane vrednosti v upoštevanju in spoštovanju določb Kodeksa. Vsa preostala podjetja iz vzorca kršijo več kot eno določbo nemškega Kodeksa. Nobeno podjetje iz vzorca ne krši več kot polovico določb Kodeksa, obstaja pa primer podjetja, ki z izjavo, ki vsebuje 26 razkritih odstopanj, krši Kodeks za 38 odstotkov. Preostali podatki o kršenju določb Kodeksa so razvidni iz spodnje tabele.

Na drugi strani pa ni primera slovenske delniške družbe, ki bi se izrekla o nespoštovanju določb slovenskega Kodeksa. Vse slovenske delniške družbe izjavljajo, da Kodeks in njegove določbe spoštujejo, seveda z določenimi odstopanji. Le iz ene slovenske izjave izhaja, da spoštuje vsa določila Kodeksa. Gre za javno delniško družbo, ki je v Prvi kotaciji, Krka d.d., Novo mesto. Poleg nje še ena družba krši le eno določilo, kar nakazuje na skoraj 100 odstotno usklajenost z določbami Kodeksa. Največ, 12 odstotkov slovenskih družb, krši 4 določbe Kodeksa, kar je enako 2 odstotka. Preostala analiza je razvidna iz spodnje tabele.

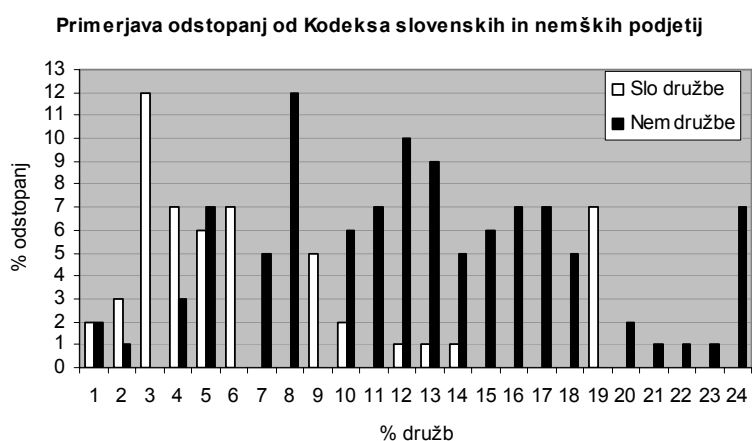
Kot je jasno razvidno tako iz tabele 4 kot tudi iz slike 2 potrjujem drugo hipotezo in ugotavljam, da nemške, še bolj pa slovenske delniške družbe sledijo priporočilom Kodeksov o korporativnem upravljanju.

Tabela 4: Analiza razkritih odstopanj slovenskih in nemških družb od Kodeksa

% odstopanj od Kodeksa	Slo družbe	Nem družbe
0	2	2
1	3	1
2	12	0
3	7	3
4	6	7
5	7	0
6	0	5
7	0	12
8	5	0
9	2	6
10	0	7
12	1	10
13	1	9
14	1	5
16	0	6
17	0	7
19	0	7
20	0	5
21	7	0
22	0	2
25	0	1
26	0	1
38	0	1
100	0	7

Vir: lastna raziskava

Slika 2: Primerjava odstopanj slovenskih in nemških družb od Kodeksa



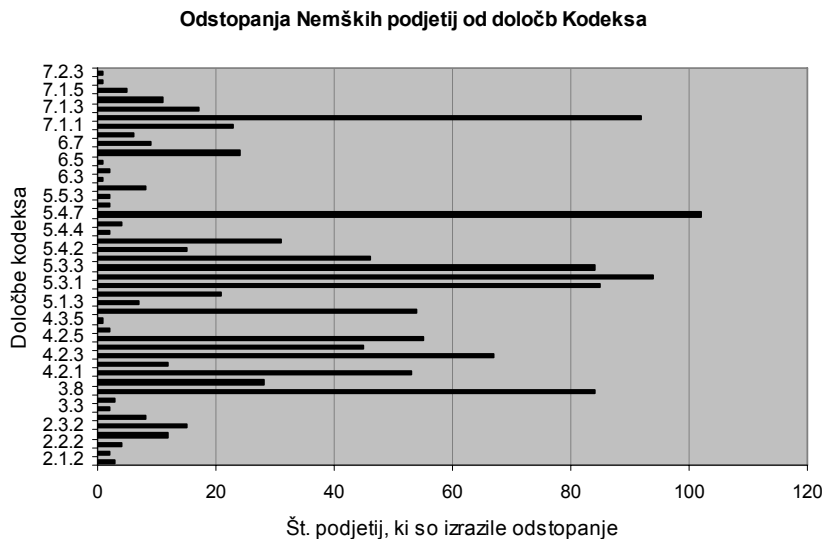
Vir: lastna raziskava

- *Hipoteza 3: Določbe, od katerih nemške in slovenske javne delniške družbe razkrivajo odstopanja, so enake po vsebini.*

V nadaljevanju sem najprej analizirala in opredelila najpogosteje razkrita odstopanja od določil nemškega Kodeksa. Pogledala in komentirala sem razkrita odstopanja po posameznih določbah znotraj vsakega področja Kodeksa. Kot sem že navedla, je Kodeks razdeljen na 6 vsebinskih sklopov, zato bom tudi pojasnilo o odstopanjih navedla v temu primerno. Temu je sledila analiza najpogosteje razkritih odstopanj od določil slovenskega Kodeksa.

5.4.1 Analiza nemških izjav o spoštovanju Kodeksa iz leta 2007

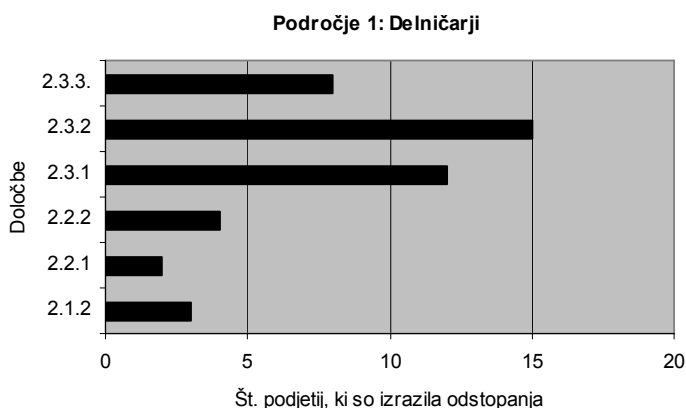
Slika 3: Odstopanja od določb nemškega Kodeksa po vrstnem redu v Kodeksu



Vir: lastna raziskava

Prvi sklop nemškega Kodeksa obravnava delničarje in sklic skupščine in ima 9 določil ter 1 priporočilo. Kot je razvidno iz slike 4 je najpogosteje razkruto odstopanje od določb s področja delničarji na področju elektronskega obveščanja delničarjev. Podjetja se sklicujejo na tradicionalne oblike obveščanja delničarjev, ki se jim ne zdijo sporne.

Slika 4: Odstopanja od določb s področja Delničarji

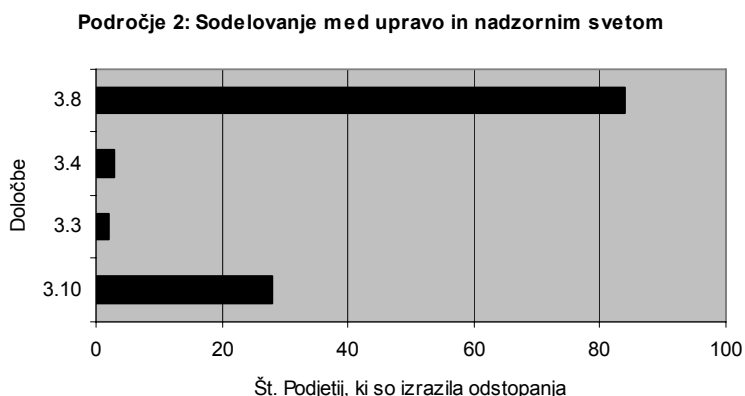


Legenda določb: 2.1.2- ena delnica je en glas; 2.2.1- naloge skupščine; 2.2.2- predkupna pravica delničarjev; 2.3.1- objava letnega poročila in dnevnega reda skupščine; 2.3.2- elektronsko obveščanje delničarjev; 2.3.3- možnost glasovanje preko pooblaščenec.

Vir: lastna raziskava

Slika 5 prikazuje drugo področje, ki ima 9 določil in 1 priporočilo, ki se nanašajo na sodelovanje uprave z nadzornim svetom. Največje, 60 odstotno odstopanje (peta po vrsti najpogosteje izraženih odstopanj - tabela 6) je pri določbi 3.8, ki svetuje zavarovanje odškodninske odgovornosti vodstvu družbe. Podjetja v pojasnilih navajajo, da zavarovanj odškodninske odgovornosti ne uporabljajo. Nekaj tovrstnih zavarovanj uprave in nadzornega sveta sicer obstaja, vendar so v manjšini.

Slika 5: Odstopanja določb s področja Sodelovanje uprave in nadzornega sveta

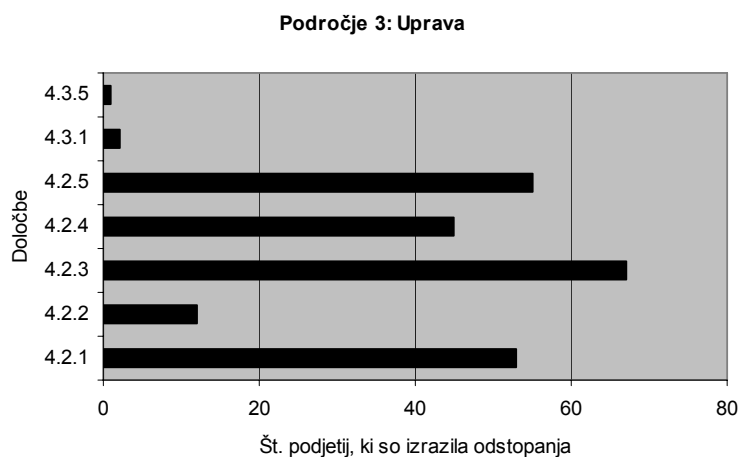


Legenda: 3.3- opredelitev kriterijev za odločanje nadzornega sveta; 3.4- poročanje uprave nadzornemu svetu; 3.8.- zavarovanje odškodninske odgovornosti vodstva; 3.10- poročilo o korporativnem upravljanju in dostopnost izjave na internetu.

Vir: lastna raziskava

Tretje področje Kodeksa zadeva Upravo družbe in ima skupaj 14 določil. Iz moje analize izhaja, da je največ kršitev pri določbi 4.2.3, ki določa sestavo plačil za člane Uprave. Kodeks namreč priporoča, da se za člane uprave oblikuje fiksni in variabilni del plače, v odvisnosti od uspešnosti poslovanja. Skoraj polovica podjetij iz vzorca takšnega sistema plačila za člane uprave ne uporablja. Od določbe 4.2.5, ki opredeljuje razkritje meril za delniške opcije, razkriva odstopanje skoraj 40 odstotkov družb. Podjetja kot poglavitni razlog navajajo, da ta podatek poročajo že v obveznem delu poročanja v sklopu poročila uprave družbe in pojasnil k letnemu poročilu. Problematična je tudi določba 4.2.4, ki določa javno objavo nagrad članov uprave. Skoraj brez izjeme podjetja navajajo, da so prejemki že navedeni v pojasnilih k letnim poročilom družb in da za to ne vidijo potrebe po ponovnem navajanju teh podatkov znotraj poročil o korporativnem upravljanju. Nekatera podjetja se sklicujejo tudi na varstvo osebnih podatkov članov uprave.

Slika 6: Odstopanja od določb s področja Uprava družbe



Legenda: 4.2.1- sestava uprave; 4.2.2- način določanja in kriteriji za prejemke uprave; 4.2.3- sestava plačil članov uprave; 4.2.4- razkritje prejemkov uprave; 4.2.5- razkritje opredeljenih meril za variabilni del prejemkov (delniške opcije).

Vir: lastna raziskava

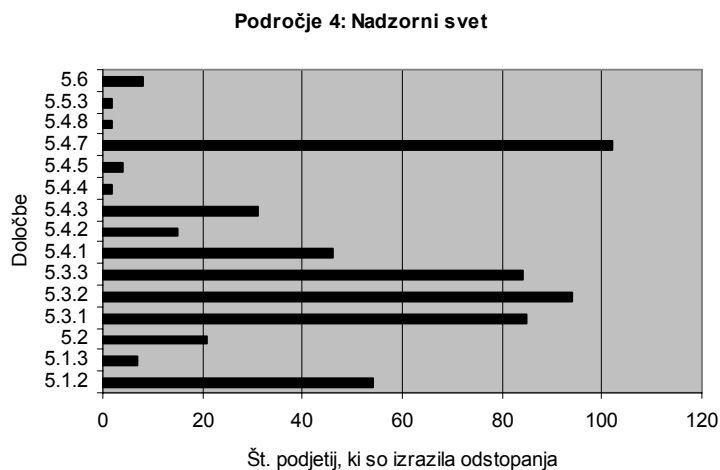
Nadzorni svet predstavlja četrto področje nemškega Kodeksa. Vsebuje kar 20 določb ter 2 priporočili, ki se nanašajo na naloge, odgovornosti, sestavo, nagrajevanje in potencialne konflikte interesov nadzornega sveta.

V svoji raziskavi sem ugotovila, da je bila najpogosteje izraženo odstopanje nemških podjetij pri tem področju Kodeksa pri določbi 5.4.7, ki svetuje sestavo plačila članov nadzornega sveta iz fiksne in variabilne komponente. Odstopanje od te določbe je kar 72 odstotno. Kot razlog za odstopanje družbe navajajo, da ne uporabljajo takega sistema plačila pri nagrajevanju nadzornega sveta. Raje se odločajo za drugačne sisteme plačil, npr. variabilnega, ali pa fiksne sistema.

Sledijo jim določbe pod št. 5.3, ki se nanašajo na oblikovanje odborov v okviru nadzornega sveta. Določba 5.3.2, ki narekuje oblikovanje odborov⁷ za revizijo, je hkrati tudi druga po vrsti najpogosteje izraženih odstopanj od Kodeksa, od nje je odstopalo 66 odstotkov podjetij. Najpogostejši naveden razlog za odstopanje od oblikovanja odborov je število članov nadzornega sveta, praviloma gre za do tri-članski nadzorni svet. Od določbe 5.3.1 je odstopanje izrazilo 60 odstotkov podjetij, kar jo postavlja na 4. mesto na lestvici najpogostejših odstopanj od določil Kodeksa.

Ustavila bi se še pri določbi 5.1.2, od katere odstopanje je izrazilo 38 odstotkov podjetij. Ta določba se nanaša na kriterije pri izbiri članov uprave družbe, med katerimi je tudi starost članov uprave. Družbe v pojasnilih navajajo, da bodo v bodoče upoštevale ta kriterij pri izbiri kandidatov, medtem ko starostno mejo kandidatov ne nameravajo določiti kot kriterij pri izboru članstva v upravo družbe.

Slika 7: Odstopanja od določb s področja Nadzorni svet



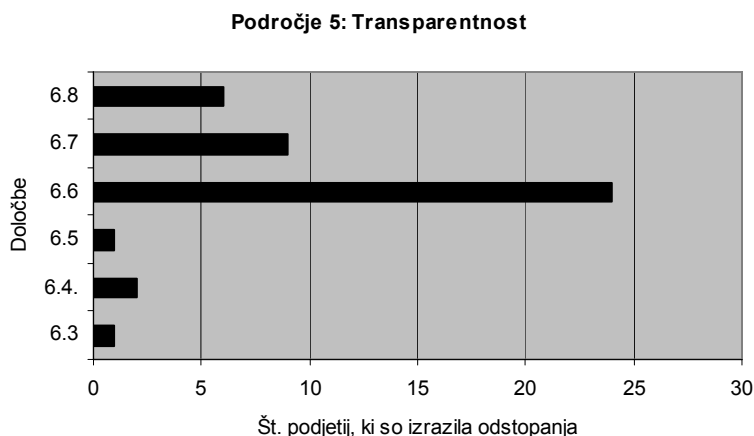
Legenda: 5.1.2- pristojnosti nadzornega sveta; 5.1.3- dostopnost poslovnika o delu nadzornega sveta; 5.2- naloge in odgovornosti predsednika nadzornega sveta; 5.3.1-oblikovanje odborov; 5.3.2-oblikovanje odbora za revizijo; 5.3.3- oblikovanje odbora za nagrajevanje; 5.4.1- kriteriji za imenovanje članov nadzornega sveta; 5.4.2- neodvisnost članov nadzornega sveta; 5.4.3- posamična izvolitev članov nadzornega sveta; 5.4.4- obrazložitev izvolitve bivšega člana uprave v nadzorni svet; 5.4.5- odgovornost članov: mandat hkrati največ v 5 nadzornih svetih; 5.4.7- sestava plačil članov nadzornega sveta; 5.4.8- navzočnost na sejah; 5.5.3- informiranje članov nadzornega sveta o morebitnih konfliktih interesov; 5.6- redno preverjanje učinkovitosti nadzornega sveta.

Vir: lastna raziskava

Peto področje Kodeksa je namenjeno transparentnosti in zajema 8 določil. S tega področja največ družb odstopa od določbe 6.6. (17 odstotkov). Najpogostejše pojasnilo za odstopanje je, da so podatki o lastništvu delnic s strani uprave poročani v skladu s 15a. členom nemškega Zakona o trgu vrednostnih papirjev ("WpHG"), ter da narava informacij ni primerna za javno objavo na spletnih straneh.

⁷ Prevod odbor sem povzela iz angleškega prevoda besede "Committee" iz Kodeksa.

Slika 8: Odstopanja od določb s področja Transparentnosti

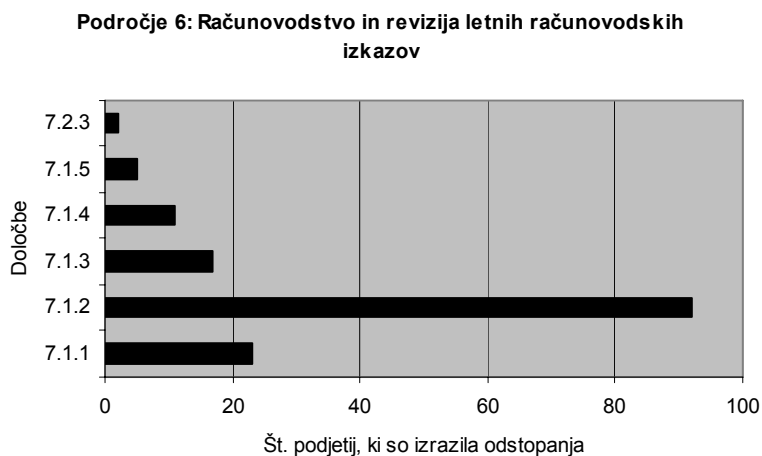


Legenda: 6.3- enakovredno obravnavanje delničarjev; 6.4- uporaba interneta za takojšnje obveščanje delničarjev; 6.5- objave informacij v tujih in domačih medijih; 6.6- razkritje lastništva delnic podjetja s strani uprave in nadzornega sveta če le-to presega 1%; 6.7- objava finančnega koledarja; 6.8- objava razkritij naj bo razvidna na spletni strani podjetja.

Vir: lastna raziskava

Zadnje področje Kodeksa je namenjeno računovodstvu in reviziji letnih računovodskih izkazov in skupaj zajema 9 določb. Določbo 7.1.2, ki določa 90/45 dnevni rok objave letnih/polletnih računovodskih izkazov, krši 65 odstotkov podjetij in je hkrati 3. najpogosteje izraženo odstopanje od določbe Kodeksa. Podjetja v pojasnilih največkrat navajajo, da poročajo v skladu z zakonskimi roki. V 7 družbah navajajo, da poročil ne izdelujejo prej zaradi narave poslovnega procesa, 5 pa jih navaja, da ne poročajo prej zaradi konsolidacije poročil, ipd.

Slika 9: Odstopanja od določb s področja Računovodstvo in revizija letnih računovodskih izkazov



Legenda: 7.1.1- polletno in kvartalno poročanje; 7.1.2- roki objave poročil; 7.1.3- objava delniških opcij v poročilu o korporativnem upravljanju; 7.1.4- objava seznama povezanih oseb, 7.1.5- poročilo o povezanih osebah mora biti del pojasnil k letnemu poročilu; 7.2.3- obveščanje nadzornega sveta s strani zunanjega revizorja.

Vir: lastna raziskava

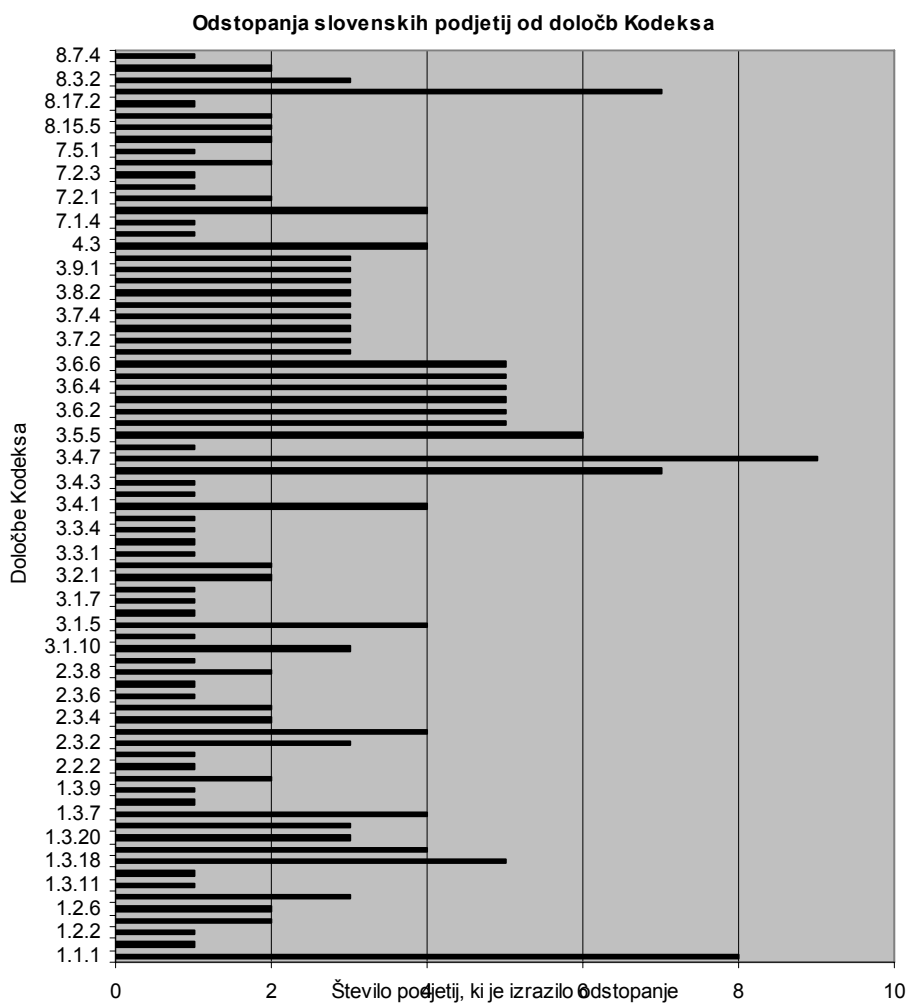
Tabela 6: Pet najpogosteje izraženih odstopanj nemških podjetij od določb nemškega Kodeksa

Nem Kodeks	Vsebina	% izraženih odstopanj
5.4.7	Sestava plačil članov nadzornega sveta	72
5.3.2	Oblikovanje odbora za revizijo znotraj nadzornega sveta	66
7.1.2	Roki objave računovodskih poročil	65
5.3.1	Oblikovanje odborov znotraj nadzornega sveta	60
3.8	Zavarovanje odškodninske odgovornosti vodstva	59

Vir: lastna raziskava

5.4.2 Analiza slovenskih izjav o spoštovanju Kodeksa iz leta 2007

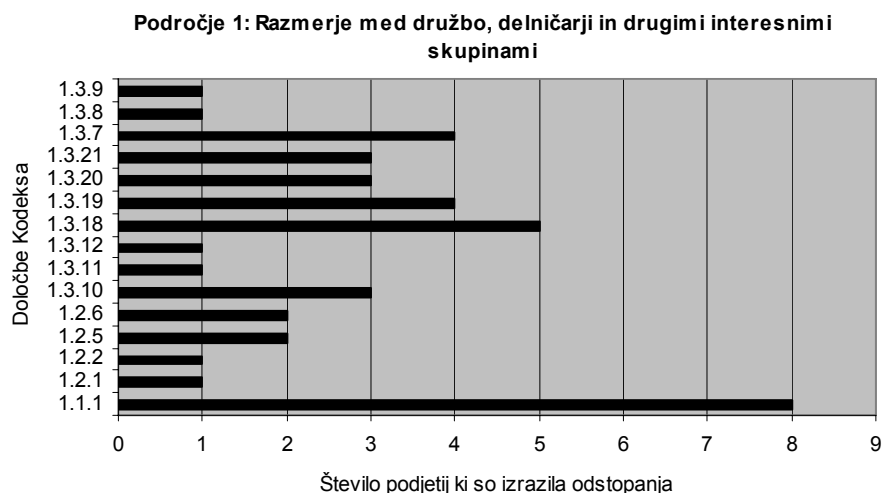
Slika 10: Odstopanja od določb slovenskega Kodeksa po vrsti v Kodeksu



Vir: lastna raziskava

Prvi sklop slovenskega Kodeksa obravnava razmerje med družbo, delničarji in drugimi interesnimi skupinami in ima 32 določil in 4 priporočila.

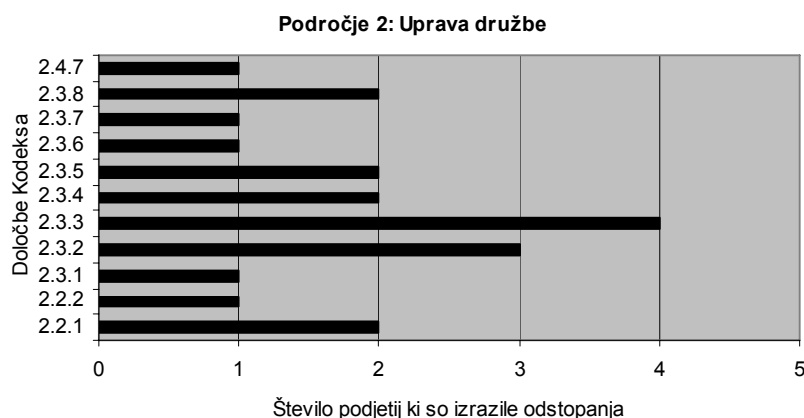
Slika 11: Odstopanja od določb s področja Razmerja med družbo, delničarji in drugimi interesnimi skupinami



Legenda določb z največ razkritimi odstopanji (več kot 3): 1.1.1- opredelitev cilja družbe v statutu; 1.3.7- uporaba informacijske tehnologije ob sklicu skupščine; 1.3.18- ločena volitev članov nadzornega sveta; 1.3.19- ločena obravnava razrešnic.

Iz Slike 11 je razvidno koliko in od katerih določb s tega področja so podjetja razkrila odstopanja. Najpogostejše odstopanje tega področja je pri določilu 1.1.1, ki narekuje opredelitev cilja družbe v statutu družbe. Tako je 42 odstotkov slovenskih podjetij razkrilo odstopanje od te določbe, kar je 2. po vrsti najpogosteje izraženih odstopanj (glej tabelo 7). Nekatera podjetja kot razlog za odstopanje navajajo, da so cilji družbe opredeljeni v njenem poslanstvu. Druga razlagajo, da zasledujejo tipične cilje glede na svojo dejavnost. Po izraženem odstopanju mu sledi določba 1.3.18, ki svetuje ločeno volitev članov nadzornih organov. Podjetja razlagajo, da skupščina voli listo članov, ki jo je predlagal nadzorni svet. Podobno skupaj odločajo o razrešnicah (določba 1.3.19).

Slika 12: Odstopanja od določb s področja Uprava družbe



Legenda določb z največ razkritimi odstopanji (več kot 2): 2.3.2- kriteriji za nagrajevanje uprave; 2.3.3- sestava plačil članov uprave.

Vir: lastna raziskava

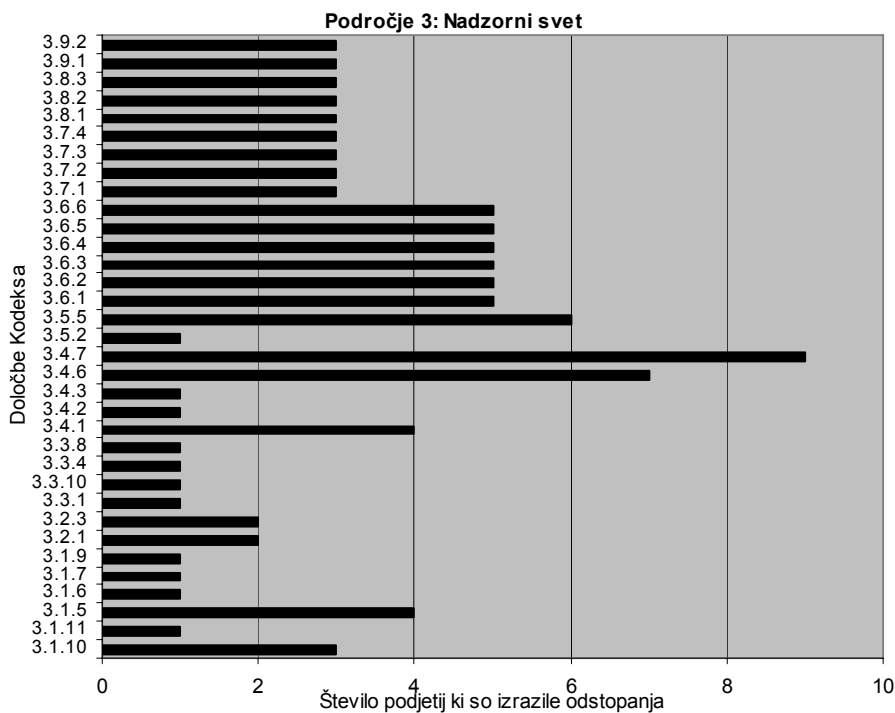
Drugo področje ima 26 določil in se nanaša na upravo družbe. Največ odstopanj je pri določbi 2.3.3, ki določa sestavo plačil za člane uprave. Kodeks namreč narekuje, naj bodo plačila članov uprave iz fiksnega in variabilnega dela. 21 odstotkov družb iz vzorca takšnega sistema plačila za člane uprave ne uporablja. Dve podjetji sta pojasnila sestavo plačila za njihovo upravo, eno podjetje je pojasnilo, da plačilo upravi vsebuje samo fiksnih del. Pri določbi 2.3.2, ki govori o vnaprej opredeljenih kriterijih nagrajevanja članov uprave je odstopanje izrazilo 16 odstotkov podjetij. Podjetja navajajo, da jim zadošča sedanja ureditev z individualnimi pogodbami med posameznimi člani in družbo (2 podjetji), medtem ko eno razkriva, da ima družba opredeljena Merila za ugotavljanje poslovne uspešnosti.

Nadzorni svet predstavlja tretje področje slovenskega Kodeksa. Vsebuje kar 55 določb ter 2 priporočili, ki se nanašajo na naloge in odgovornosti nadzornega sveta (posebno na imenovanje in odpoklic članov uprave), sestavo, plačila, povračila in lastništvo delnic ter interesno nasprotje članov nadzornega sveta.

V svoji raziskavi sem ugotovila, da je najpogosteje izraženo odstopanje slovenskih podjetij od Kodeksa pri določbi 3.4.7, ki opredeljuje, da v primeru zavarovanja odškodninske odgovornosti, stroške le-te nosijo člani sami. To določbo ne spoštuje kar 47 odstotkov podjetij. Ena družba pojasnjuje, da je zavarovala odškodninsko odgovornost članov nadzornega sveta, deset družb pa pojasnjuje, da nimajo sklenjenih tovrstnih zavarovanj.

Po pogostosti izraženega odstopanja mu sledi določba 3.4.6, ki narekuje, da mora biti zavarovanje odškodninske odgovornosti sklenjeno v korist družbe. Ne upošteva jo 37 odstotkov podjetij. Kot pojasnila za odstopanje navajajo, da nimajo sklenjenih tovrstnih zavarovanj. Sledi določba 3.5.5, ki podjetjem svetuje vnaprej določene kriterije za presojo obstoja nasprotja interesov. Podjetja pojasnjujejo, da teh kriterijev nimajo vnaprej opredeljenih. Eno podjetje navaja, da bo uporabilo kriterije iz Kodeksa, eno podjetje pa je navedlo, da uprava pisno seznanila nadzorni svet o morebitnem nasprotju interesov.

Slika 13: Odstopanja od določb s področja Nadzorni svet



Legenda določb z največ razkritimi odstopanji (več kot 4): 3.4.6- zavarovanje odškodninske odgovornosti je v korist družbe; 3.4.7- v primeru zavarovanja odškodninske odgovornosti, stroške le-te nosijo člani; 3.5.5- vnaprej opredeljeni kriteriji za presojo obstoja nasprotja interesov; 3.6- oblikovanje komisij nadzornega sveta.

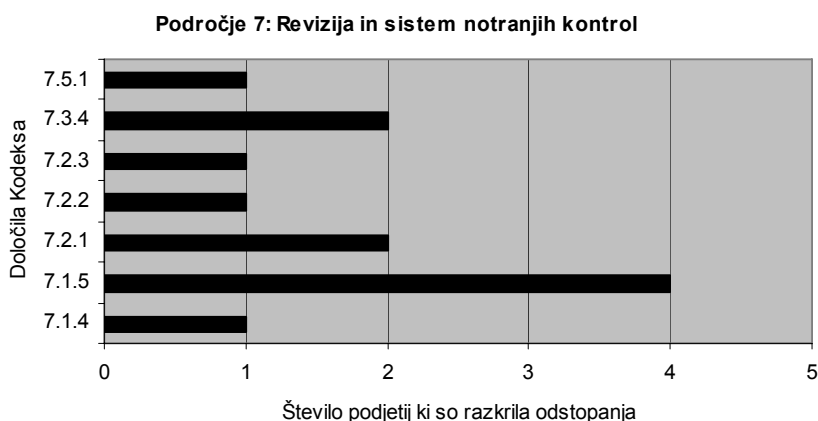
Vir: lastna raziskava

Četrto področje je namenjeno Sodelovanju med upravo in nadzornim svetom. Ima 14 določil. Od 14 določil slovenska podjetja v 21 odstotkih odstopajo od določila 4.3, ki je hkrati edino določilo, kjer podjetja razkrivajo odstopanje. Vsebina tega določila je, da naj statut določa, za katere vrste poslov je uprava dolžna pridobiti soglasje nadzornega sveta. Družbe navajajo, da tega v statutu nimajo navedenega. Ena družba v pojasnilu navaja, da bi statutarno omejevanje samostojnosti uprave preveč toga, ena se sklicuje na obveznost poročanja po zakonu, medtem ko ena družba pojasnjuje, da sproti seznanja nadzorni svet s poslovanjem družbe.

Peto področje je Upravni odbor in ima 11 določb. Iz vseh analiziranih slovenskih izjav izhaja, da nobena družba ne odstopa od določb s tega področja. Šesto področje obravnava povezane družbe in ima 6 določb. Tudi tukaj podjetja ne odstopajo od določb.

Sedmo področje se nanaša na revizijo in sistem notranjih kontrol. Ima 8 določil, od tega so pri 7 področjih odstopanja. Najpogostejše odstopanje tega področja je pri določilu 7.1.5, ki določa naj se revizorja družbe zamenja vsaj na pet let. To določbo krši 21 odstotkov družb. Tri družbe pojasnjujejo da sodelujejo s svojimi revizorji že več kot 5 let, ena družba pa je že napovedala menjavo revizorja v tekočem letu.

Slika 14: Odstopanja od določb s področja Revizija in sistem notranjih kontrol

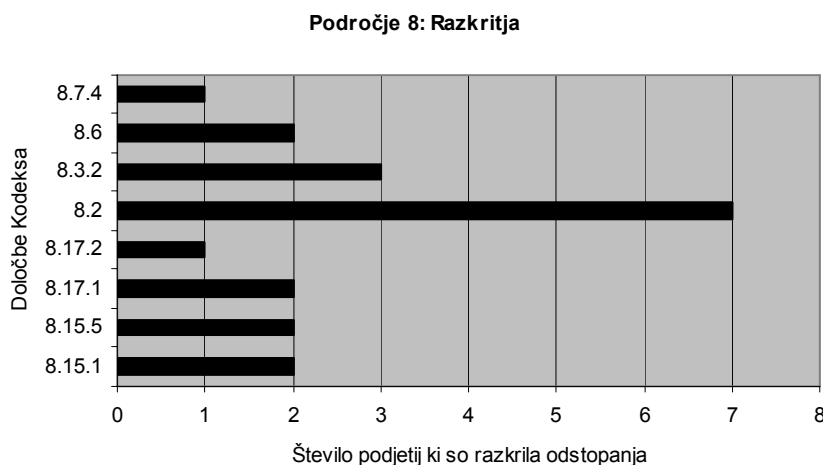


Legenda določb z največ razkritimi odstopanji (več kot 2): 7.1.5- menjava revizorjev vsaj na pet let.

Vir: lastna raziskava

Zadnje, osmo področje Kodeksa je namenjeno razkritjem in ima 35 določb. Določbo 8.2, ki priporoča javno objavo pomembnejših sporočil in letnega poročila v angleškem jeziku, krši 37 odstotkov družb in je hkrati četrto najpogosteje izraženo odstopanje od določb Kodeksa. Podjetja v pojasnilih navajajo, da izdelujejo letne izkaze v angleščini, več pa bi se jim glede na sestavo vlagateljev zdelo negospodarno. Poleg tega družbe kot razlog navajajo neracionalnost, pretežno slovensko lastništvo in majhen promet z delnicami. Drugo najpogosteje izraženo odstopanje je pri določilu 8.3.2, ki opredeljuje izdelavo letnih in medletnih finančnih izkazov po MSRP. To določbo krši 16 odstotkov družb. Ena družba tudi tukaj kot razlog za odsotnost objave navaja pretežno slovensko lastništvo in majhen promet z delnicami.

Slika 15: Odstopanja od določb s področja Razkritja



Legenda določb z največ razkritimi odstopanji (več kot 2): 8.2- javna objava sporočil in letnega poročila v angleškem jeziku; 8.3.2- izdelava letnih in medletnih finančnih izkazov po MSRP.

Vir: lastna raziskava

Tabela 7: Pet najpogosteje izraženih odstopanj slovenskih podjetij od določb slovenskega Kodeksa

Slo Kodeks	Vsebina	% izraženih odstopanj
3.4.7	V primeru zavarovanja odškodninske odgovornosti, stroške le-te nosijo sami člani	47
1.1.1	Opredelitev cilja družbe v statutu	42
3.4.6	Zavarovanje odškodninske odgovornosti je v korist družbe	37
8.2	Javna objava sporočil in letnega poročila v angleškem jeziku	37
3.5.5	Vnaprej opredeljeni kriteriji za presojo obstoja nasprotja interesov	32

Vir: lastna raziskava

Tako zavračam svojo tretjo hipotezo, saj je že vsebina določil in priporočil obeh Kodeksov na nekaterih področjih različna, razumljivo, da so potem tudi odstopanja. Medtem ko je najpogosteje izraženo odstopanje od določbe nemškega Kodeksa pri sestavi plačila članov nadzornega sveta, kjer Kodeks narekuje naj bo slednja sestavljena iz variabilnega in fiksnega dela, slovenski Kodeks prepoveduje variabilno pogojeno izplačevanje nagrad nadzornikom (določba 3.4.1). Zanimivo pa je to ugotovitev povezati z najpogosteje izraženim odstopanjem od določb Kodeksa slovenskih družb. Kot je razvidno iz zgornje tabele, se slovenskim predstavnikom nadzornih svetov še ne zdi nujno odškodninsko zavarovati odgovornosti. Torej ne samo da so odstopanja različna, ampak so različne tudi določbe Kodeksa, ki posredno odražajo tudi stanje korporativnega upravljanja posamezne države.

- *Hipoteza 4: Nemška podjetja v večji meri upoštevajo določbe nemškega Kodeksa kot slovenska podjetja slovenski Kodeks.*

Po opravljeni analizi tako nemških kot tudi slovenskih izjav o skladnosti s Kodeksom in iz njih razkritih odstopanj, sem se posvetila primerjavi odstopanj na eni strani slovenskih in na drugi nemških javnih delniških družb. Izhajala sem iz tabele 4 in tabele 5, ki predstavljata analizo razkritih odstopanj od nemškega in slovenskega Kodeksa. Za primerjavo sem vzela isti odstotek analiziranih družb pri slovenskem in nemškem vzorcu.

Tabela 8: Primerjava povprečnih odstopanj slovenskih in nemških javnih delniških družb od Kodeksa glede na enak odstotek analiziranih družb

% analiziranih družb	Povprečna odstopanja od slo Kodeksa (v %)	Povprečna odstopanja od nem Kodeksa (v %)
1	13	22,5
2	4,5	11
3	1	3
5	4,3	13,3
6	3	12,5
7	6,8	30
9	3	13
10	3	12
12	2	7

Vir: lastna raziskava

Iz tabele 8 je jasno razvidno, da slovenske javne delniške družbe, ki z rednimi delnicami kotirajo v redni borzni kotaciji in prvi kotaciji na Ljubljanski borzi, bolj spoštujejo slovenski Kodeks upravljanja javnih delniških družb kot nemške javne delniške družbe, ki kotirajo z rednimi delnicami v borzni kotaciji na Frankfurtški borzi vrednostnih papirjev. S tem zavržem svojo četrto hipotezo.

6 SKLEP

Bistvo moje magistrske naloge je bilo analizirati nemški sistem korporativnega upravljanja, zatem analizirati slovenski sistem korporativnega upravljanja in nato preko njune primerjave ugotoviti, kateri izmed njiju je boljši, učinkovitejši.

In kaj sistem korporativnega upravljanja sploh je? To je sistem, ki zagotavlja mehanizem, skozi katerega principal (delničar) prisili agenta (managerja) v delovanje v skladu s svojimi interesi, s čimer minimizira stroške agenta. Na razvoj korporativnega upravljanja vplivajo zakonska ureditev države, konkurenčnost njenega gospodarstva in stopnja razvitosti trga kapitala. Ker pa se je tekom časa izkazalo, da neustrezna zakonska regulacija lahko predstavlja oviro pri doseganju konkurenčne sposobnosti gospodarstva, so se zakonski regulaciji pridružila mehkejša, t.i. avtonomna pravila, ki so pravno nezavezujoča, kljub temu pa določajo nek standard, priporočeno ravnanje. Tako je večina držav sodobnega sveta razvila svoje nacionalne kodekse korporativnega upravljanja. V svetu se je tako razvilo in oblikovalo več različnih sistemov upravljanja. Ena izmed pomembnejših je delitev na enotirni in dvotirni sistem upravljanja.

Nemški sistem korporativnega upravljanja je dvotirni sistem upravljanja, ki vključuje na eni strani upravo in na drugi nadzorni svet kot vmesni člen med upravo in skupščino delničarjev. Z letom 2002 je v Nemčiji stopil v veljavo nemški Kodeks korporativnega upravljanja, ki se vsakoletno spreminja in prilagaja na eni strani praksi in na drugi zakonodajnemu okviru, ki ga dopolnjuje. Zadnje objavljen nemški Kodeks namenja glavne poudarke sodelovanju med upravo in nadzornim svetom, sistemu nagrajevanja članov uprave in nadzornega sveta, neodvisnosti članov nadzornega sveta, transparentnosti in nevtralnosti zunanjih revizorjev. Nemški trg vrednostnih papirjev je eden izmed najrazvitejših trgov kapitala na svetu. Frankfurtska borza je na tretjem mestu na svetu po velikosti in na šestem mestu po tržni kapitalizaciji.

Slovenija se na drugi strani danes sooča z mnogimi izzivi in eden izmed njih je tudi korporativno upravljanje. Če je Slovenija z vstopom v Evropsko unijo in pospešenim procesom globalizacije že prešla stopnjo tranzicije, za področje korporativnega upravljanja tega ne moremo trditi. Slovenija ima, podobno kot druge države, določene specifike v upravljanju družb, ki so v veliki meri posledica izbranega načina lastninskega preoblikovanja podjetij z družbenim kapitalom, ki mu je sledila koncentracija lastništva, ki poteka še danes. Slovenija je po osamosvojitvi prešla iz tržno-planskega samoupravnega sistema in v skoraj 70 odstotkih privatizirala svoja podjetja. Vendar ali pa prav zaradi načina privatizacije in z njim povezane nove lastniške strukture podjetij, nadzor nad podjetji ni bil zagotovljen. Država je ta problem, podobno kot druge tranzicijske države reševala z množično privatizacijo in posebnimi institucijami, t.i. pidi. Ker pa je bil slovenski trg kapitala še vedno slabo razvit, ni zagotavljal zadostne regulacije svojih udeležencev. Posledica je bila v pomanjkanju interesov za nadzor nad managerji. Leta 2004 je Ljubljanska borza ob pomoči Združenja managerjev in Združenja članov nadzornih svetov pripravila prvi slovenski Kodeks korporativnega upravljanja. Tudi slovenski Kodeks se spreminja in sproti dopolnjuje v skladu s spremembami v zakonodaji in poslovni praksi podjetij. Zadnje objavljen Kodeks namenja glavne poudarke možnosti izbire sistema upravljanja (eno-/dvotirni sistem), obveznim revizijskim komisijam v odborih, obveznemu imenovanju vsaj enega izvršnega direktorja, omejitvi članstva v nadzornem svetu oziroma v upravnem odboru družbe na največ tri in druge.

Ker sem želela preveriti ali tudi podjetja sledijo tem spremembam, sem naredila svojo raziskavo o spoštovanju določil Kodeksa, posebej za nemška in posebej za slovenska podjetja. Ugotovila sem, da se določbe obeh Kodeksov ponekod celo izključujejo. Po primerjavi spoštovanja določb pa se slovenska podjetja izkažejo za boljša. Izkazujejo namreč manjše odstopanje od določb slovenskega Kodeksa. Kljub temu pa menim, da je potrebno za primerjavo obeh sistemov korporativnega upravljanja upoštevati še druge dejavnike in ne le ali podjetja spoštujejo Kodekse upravljanja. Še vedno se namreč ravno skozi vsebino določil lahko naredi ocena, na

katerih področjih morajo družbe narediti napredek. Medtem ko se nemški Kodeks korporativnega upravljanja ukvarja s sistemom plačil nadzornikov, ki slednje spodbuja k bolj učinkovitem upravljanju, se slovenski Kodeks bori še z zavarovanjem odškodninske odgovornosti nadzornikov. Namreč v Sloveniji še vedno manjka pravi interes za nadzor nad managerji. Nadzorni sveti bi se v Sloveniji morali predvsem ukvarjati s prevzemanjem odgovornosti za svoje delo. V Sloveniji namreč še ni bila vložena niti ena odškodninska tožba s strani delničarjev družbe. To kaže na dejstvo, da brez tožnika ni sodnika in odpira povsem nove dimenzije problematike slovenskega poslovnega okolja, ki jih priporočam ostalim kolegom v nadaljnjo analizo.

7 LITERATURA

1. Bajuk Jože, Kostrevec Denis, Podbevšek Gorazd: Kodeksi vladanja podjetjem v Evropi – Izkušnje za Slovenijo. Ljubljana: Združenje Manager, 2003. 154. str., 2 pril.
2. Bohinc Rado: Korporacijsko upravljanje: ZDA, Evropa, Slovenija. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede, 2001. 361 str.
3. Bohinc Rado, Bratina Borut: Upravljanje korporacij. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede, 2005. 455 str.
4. Bohinc Rado, Ivanjko Šime: Direktor gospodarske družbe: uprava delniške družbe in posloводство družbe z omejeno odgovornostjo. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999. 527 str.
5. Bohinc Rado, Mežnar Drago: Gospodarsko pravo. Ljubljana: GEA College, 1996. 302 str.
6. Bratina Borut: Prihodnost upravljanja delniških družb. Portorož: Gradivo k predavanjem 20. Finančno-borzne konference, maj 2003, 70 str.
7. Bratina Borut, Damijan Jože Pavli, Gregorič Aleksandra, Zajc Katarina: Poročilo o upravljanju javnih delniških družb 2005, Neodvisnost članov nadzornih svetov v Sloveniji. Ljubljana: Ljubljanska borza, Združenje članov nadzornih svetov in Združenje Manager, julij 2005, 29 str.
8. Bratina Borut, Bohinc Rado, Jamnik Simona, Drnovšek Gregor, Pregelj Valentinčič Marija, Cankar Nina: Poročilo o upravljanju javnih delniških družb 2006, Ljubljana: Ljubljanska borza, Združenje članov nadzornih svetov in Združenje Manager, avgust 2006, 124 str.
9. Damijan P Jože, Gregorič Aleksandra, Prašnikar Janez: Ownership concentration and Firm Performance in Slovenia. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2004. 25 str.
10. Gregorič Aleksandra: Corporate Governance in Slovenia: An International Perspective. Doctoral Dissertation. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003, 195 str.
11. Gregorič Aleksandra: Polovica zamenjala najmočnejšega lastnika. Ljubljana: Finance, objavljeno 21.09.2004, št. 184/04.
12. Gregorič Aleksandra, Prašnikar Janez, Ribnikar Ivan: Corporate Governance in Transitional Economies: The Case of Slovenia. Economic and Business Review for Central and South-Eastern Europe, 2 (3), oktober 2000. Str. 183-207.
13. Jaklič Marko: Poslovno okolje podjetja. 2 natis. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 352 str.
14. Jamnik Simona, Čas Miloš: Corporate Governance. Pravna praksa, Ljubljana, št. 25 (2003), str. 5.
15. Jensen Michael C.: Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function. New York: Journal of Applied Corporate Finance, 4(3), 2001. 21 str.
16. Kralj Damjan: Korporacijsko upravljanje delniških družb v različnih pravnih sistemih. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 82 str.

17. Kocbek Marjan: Delnice in delniška družba. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1995. 528 str.
18. Lazonick William, Sullivan Mary: Corporate Governance and the Innovative Compny: Policy Implementations. STEP Group, marec 1998, str. 15.
19. Ložar Boštjan: Stroški nadzora bodo naraščali. Manager +, Ljubljana, 5, (2003), str. 49 - 51.
20. Macey Janatan: Measuring the effectiveness of different corporate governance systems: Towards a more scientific approach. Journal of Applied Corporate Finance, Oxford, 10(1998), 4, str. 16 – 25.
21. Majerle Katja: Spreminjanje pogleda na upravljanje podjetij. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2004. 45 str.
22. Meža Barbara: Upravljanje gospodarskih družb s poudarkom na pomenu komuniciranja z različnimi javnostmi. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2006. 102 str.
23. Mygind Niels, Demina Natalia, Gregorič Aleksandra, Kapelyushnikov: Corporate Governance Cycles During Transition: A Comparison of Russia and Slovenia, Center for East European Studies, Copenhagen Business School, September 2004, 44 str.
24. Müller, Kaspar: Corporate Governance and Globalisation: The Role and Responsibilities of Investors. Ellipson AG, 2002, str. 1-14.
25. Možina Stane: Konflikti interesov pri upravljanju družbe. Zbornik referatov, 4. znanstveno posvetovanje o organizaciji: Upravljanje, Brdo pri Kranju: Ekonomska fakulteta, 2003 a , str. 17 – 23.
26. Pasič Polona: Korporacijsko upravljanje v Sloveniji: preglednost poslovanja javnih gospodarskih družb. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2006. 40 str.
27. Peklar F. Leonardo: Temelji korporativnega vodenja in upravljanja. Manager, 1, Ljubljana, 1, (2003), str. 16-23.
28. Pivka Marija Hilda, Puharič Krešo: Pravo mednarodne trgovine (3. spremenjena izdaja). Ljubljana: Uradni list Republike Slovenije, 1999. 365 str.
29. Rajgelj Barbara: Odgovornost članov uprave in nadzornega sveta. Manager +, Ljubljana, 5, (2003), str. 44 - 48.
30. Stipič Simona: Sistemi upravljanja podjetij in njihov vpliv na pričakovanja udeležencev. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2006. 143 str.
31. Vižintin Luka: Varstvo pravic manjšinskih delničarjev v primerih koncentracije lastništva v podjetju. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2006. 40 str.
32. Zajc Katarina, Gerželj Gregor.: Vodenje in obvladovanje družb in ločitev lastništva in upravljanja: pravnoekonomska analiza gospodarskih družb. Ljubljana: Pravna fakulteta, 2004, str. 37 – 55.
33. Zajc Katarina: Corporate Governance v Sloveniji. Pravnoekonomska analiza gospodarskih družb. Ljubljana: Pravna fakulteta, 2004. 360 str.

8 VIRI

1. Bratina Borut: S kodeksi upravljanja bomo bolj evropski. Ljubljana: Finance, 28. april 2003b. [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=46749>],
2. Deutscher Corporate Governance – Kodex. Düsseldorf: Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, 2007. 15. str.
3. Global Investor Opinion Survey: Key findings, julij 2002, Mckinsey & Company, 14str. [URL:<http://www.mckinsey.com/global/firm/search/search.asp?qu=9.%09Global+Investor+Opinion+Survey&Image1.x=0&Image1.y=0>], 07.11.2007
4. Kodeks upravljanja javnih delniških družb. Ljubljana: Ljubljanska borza, Združenje članov nadzornih svetov, Združenje manager, 2007. 32 str.
5. Letno poročilo Ljubljanske borze 2006. Ljubljana: Ljubljanska borza, 2007. 79 str.
6. Maher Maria, Andersson Thomas: Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth. OECD, Paris. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=677642], 06.11.2007.
7. Nemški Zakon o delniških družbah [URL:<http://www.aktiengesetz.de/>], 16.1.2008.
8. Nemška Komisija za korporativno upravljanje [URL:<http://www.corporate-governance-code.de/ger/entsprechenserklaerung/index.html>], 22.04.2008.
9. Nemško združenje delničarjev, april 2008. [URL:<http://www.dsw-info.de/DSW.225.0.html>], 23.04.2008.
10. OECD Principles of Corporate Governance. Pariz: OECD, 2004. 69 str.
11. Pravila borze. (Ur. I. RS, št. 67/07).
12. Sistem elektronskega obveščanja SEOnet [URL:<http://seonet.ljse.si/menu/default.asp>], 20.03.2008.
13. Slovenski Zakon o gospodarskih družbah (ZGD -1). Ljubljana: Uradni list RS, št. 42/2006, 60/2006.
14. Slovenski Zakon o prevzemih (ZPre-1). Ljubljana; Uradni list RS, št. 79/2006, 67/2007.
15. Slovenski Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1). Ljubljana: Uradni list RS, št. 67/2007-ZTFI) oziroma [URL:<http://www.a-tvp.si/ius.asp?id=221>], 20.02.2008.
16. Spletne strani Evropskega inštituta za korporativno upravljanje ("Corporate Governance Rules for Quoted German Companies): [URL: <http://www.ecgi.org/>], 10.01.2008.
17. Spletne strani Frankfurtske borze [URL: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/allInstruments/gdb_navigation/listing/10_Market_Structure/15_transparency_standards/10_prime_standard], 25.03.2008
18. Spletne strani Ljubljanske borze [URL:<http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=744&sid=pyy4tKHBtrAshCYB>], 01.03.2008
19. Združenje Manager Slovenije [URL:<http://www.zdruzenje-manager.si/si/raziskave/>], 25.03.2008.

20. Združenje članov nadzornih svetov, maj 2008. [URL:<http://www.zdruzenje-ns.si/zcnsweb/default.asp>], 25.03.2008.