

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

**VLOGA DELNIČARJEV PRI KORPORACIJSKEM
UPRAVLJANJU IN PRODAJI SLOVENSКИH
PODJETIJ**

MAGISTRSKO DELO

AVTOR: BOŠTJAN PAVEC

MENTORICA: DOC. DR. ALEKSANDRA GREGORIČ

V LJUBLJANI, MAJ 2005

IZJAVA

Študent Boštjan PAVEC izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Aleksandre GREGORIČ, in v skladu s I. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 24. 5. 2005

Podpis:

KAZALO

1	UVOD	1
2	UPORABLJENE METODE TER DEFINICIJE V DELU POGOSTO NAVEDENIH IZRAZOV	8
3	POJEM KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA TER VRSTE IN VLOGA DELNIČARJEV PRI UPRAVLJANJU DRUŽB	10
3.1	DELNIČARJI	12
3.1.1	<i>MOČ DELNIČARJEV</i>	12
3.1.2	<i>POVEČANJE MOČI DELNIČARJEV S SODELOVANJEM</i>	13
3.1.2.1	POOBLASTILO ZA URESNIČEVANJE GLASOVALNE PRAVICE (<i>proxy</i>)	13
3.1.2.2	ORGANIZIRANO ZBIRANJE POOBLASTIL (<i>soliciting</i>)	13
3.1.2.3	SKUPNO DELOVANJE PRI URESNIČEVANJU GLASOVALNE PRAVICE NA TEMELJU DELNIŠKEGA SPORAZUMA (<i>voting trust</i>)	14
3.1.2.4	DRUŽBA POOBLAŠČENKA	15
3.1.3	<i>PRAVNO VARSTVO DELNIČARJEV</i>	16
3.1.4	<i>VARSTVO MANJŠINSKIH DELNIČARJEV</i>	17
3.1.5	<i>PRAVICE VEČINSKIH IN MANJŠINSKIH DELNIČARJEV</i>	20
3.1.6	<i>STRUKTURA DELNIČARJEV V SLOVENIJI</i>	23
3.1.7	<i>PRODAJA DELNIC</i>	25
4	KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE TER PRODAJA DRUŽB V DRŽAVNI LASTI	28
4.1	RAVNANJE VLADE V DRUŽBAH V DRŽAVNI LASTI	29
4.2	POSEBNOSTI KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA DRUŽB V DRŽAVNI LASTI TER PONAZORITEV NA PRIMERU KAPITALSKE DRUŽBE IN SLOVENSKE ODŠKODNINSKE DRUŽBE	30
4.2.1	<i>CILJI PODJETIJ V DRŽAVNI LASTI</i>	30
4.2.2	<i>NASPROTJA INTERESOV</i>	34
4.2.3	<i>SISTEM NADZORA</i>	39
4.2.4	<i>SPODBUDE UPRAVI</i>	42
4.2.5	<i>MOŽNOST PREVZEMA</i>	44
4.2.6	<i>MOŽNOST STEČAJA</i>	46
4.2.7	<i>SKLEP</i>	47
5	VLOGA KAD IN SOD PRI VODENJU IN OBVLADOVANJU TER PRODAJI DRUŽB	48
5.1	SPLOŠNO O KAD IN SOD	48
5.2	STRUKTURA NALOŽB KAD IN SOD V PRIVATIZIRANIH PODJETJIH	49
5.3	PRIHODNOST KAD IN SOD	50
5.4	VLOGA KAD IN SOD PRI VODENJU IN OBVLADOVANJU DRUŽB	51
5.4.1	<i>VPLIV PRAVIL KODEKSA UPRAVLJANJA JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB NA KAD IN SOD</i>	53
5.4.2	<i>POSEBNE PRAVICE ZUNANJIH INSTITUCIONALNIH DELNIČARJEV</i>	53
5.4.3	<i>PREPOVED KONKURENCE ČLANOV UPRAV IN ČLANOV NADZORNIH SVETOV IN ODGOVORNOST SLEDNJIH</i>	55
5.4.4	<i>SIMPTOMATIČNO GLASOVANJE ZA IZPLAČILO DIVIDEND IZ DOBIČKA PODJETJA TER NASPROTNI PREDLOGI SKLADOV NA SKUPŠČINAH</i>	56
5.4.5	<i>DOGOVOR O TEMELJNIH IZHODIŠČIH PRI SKUPNEM NASTOPANJU IN SPOŠTOVANJE LETEGA</i>	57
5.5	ZUNANJA OBLIKA NADZORA S STRANI KAD IN SOD	58

5.5.1	<i>PRODAJA PODJETIJ S STRANI KAD IN SOD</i>	60
5.5.2	<i>OBVEZNOST UPORABE ZAKONA O JAVNIH FINANCAH (v nadaljevanju ZJF)</i>	61
5.5.3	<i>PREVZEM DRUŽB</i>	64
5.5.4	<i>DOGOVOR MED POTENCIALNIM PREVZEMNIKOM IN INSTITUCIONALNIMI DELNIČARJI</i>	64
5.5.5	<i>DELNIŠKI SPORAZUM ZA PRODAJO, PRIMER LEKA, PONUDBA ZA PREVZEM TER POSEBEN SPORAZUM S POTENCIALNIM PREVZEMNIKOM</i>	65
5.5.6	<i>VPLIV KAKOVOSTNO IN KOLIČINSKO BOLJŠIH INFORMACIJ KAD IN SOD PRI DOLOČANJU PREVZEMNE CENE IN ISKANJU ALTERNATIVNIH PREVZEMNIKOV TER NAMEN TRDNIH POGAJANJ</i>	67
5.5.7	<i>KAPITALSKI DOBIČKI KAD IN SOD</i>	68
6	PROBLEM NEUČINKOVITOSTI DIREKTNEGA IN POSREDNEGA POLITIČNEGA VPLIVA NA GOSPODARSTVO (government failure)	70
6.1	VPLIV NACIONALNEGA INTERESA NA UPRAVLJANJE DRUŽB	70
6.2	VPLIV NACIONALNE STRATEGIJE NA UPRAVLJANJE DRUŽB.....	71
6.3	POSREDNI IN NEPOSREDNI DRŽAVNI VPLIV PREKO DRŽAVNIH SKLADOV IN REŠITVE.....	71
7	VLOGA NOTRANJNH LASTNIKOV PRI KORPORACIJSKEM UPRAVLJANJU PODJETIJ	75
7.1	ZAPOSLENI KOT LASTNIKI	75
7.2	MENEDŽERJI KOT LASTNIKI	76
7.2.1	<i>SPLOŠNO O MENEDŽERSKEM LASTNIŠTVU</i>	76
7.2.2	<i>VPLIV MENEDŽERSKEGA LASTNIŠTVA NA KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE PODJETIJ</i>	77
7.2.3	<i>NAČINI VKLJUČEVANJA MENEDŽERJEV MED LASTNIKE</i>	78
7.2.3.1	OPCIJSKI NAČRTI.....	79
7.2.3.2	MENEDŽERSKI ODKUPI	80
7.2.4	<i>KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE PODJETIJ S STRANI MENEDŽERJEV V SLOVENIJI</i>	80
7.2.5	<i>DELNIŠKE OPCIJE V SLOVENIJI</i>	85
7.2.6	<i>MENEDŽERSKI ODKUPI V SLOVENIJI IN FINANCIRANJE LE-TEH S STRANI DRŽAVNIH SKLADOV</i>	86
7.2.7	<i>PREDLOG ZA BODOČO ZAKONSKO UREDITEV PREVZEMOV NEJAVNIH PRIVATIZIRANIH PODJETIJ</i>	89
8	ZAKLJUČEK	91
9	LITERATURA	94
10	VIRI	99

1 UVOD

Izhodiščni namen magistrskega dela je predstaviti korporacijsko upravljanje podjetij s strani različnih vrst delničarjev in ugotoviti, kako njihovo sodelovanje pri upravljanju vpliva na poslovanje podjetij. Nadaljnje je namen dela prikazati vlogo posameznih delničarjev pri prodaji podjetij. Tematika v slovenski strokovni literaturi še ni bila celostno podrobneje obravnavana, zato jo najprej predstavljam s teoretičnega vidika, dejansko realizacijo upravljaljskih pravic in dolžnosti pa prikažem na primerih družb, v katerih prihaja do uresničitve povedanega.

Republika Slovenija že od leta 1992 s sprejemom Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij (v nadaljevanju ZLPP) izvaja proces privatizacije, ki še vedno ni povsem zaključen. Glavni namen zakona je bila sprememba lastništva podjetij v družbeni lasti v zasebno lastništvo, kar naj bi omogočilo bolj strateško in učinkovitejše upravljanje podjetij s strani zasebnikov. Ob tem je privatizacijski model uveljavil naslednje temeljne skupine delničarjev: državo, državne sklade, pooblaščenice investicijske družbe (PID-e) ter iz njih preoblikovane vzajemne sklade, investicijske družbe in pokojninske sklade, zunanje razpršene delničarje ter skupino notranjih lastnikov (delavce, menedžerje, upokojene delavce idr.). Pomen posamezne skupine lastnikov ter posledično upravljanje podjetij je bilo do določene mere odvisno od izbranega načina privatizacije. Večina podjetij je pri opciji zunanjega ali notranjega lastništva izbrala slednjega, ki sicer prinaša določene prednosti (večja motiviranost zaposlenih itd.),¹ a tudi določene slabosti, kot na primer slabši razvoj kapitalskega trga v Sloveniji. Poleg tega tudi zunanji delničarji med seboj sklepajo dogovore, ki preprečujejo izoblikovanje tržnih cen na podlagi ponudbe in povpraševanja. Zato se večina trgovanja izogne uradnemu trgu, saj veliki delničarji pogosto izmenjujejo skupine delnic oziroma svežnje med seboj z namenom povečanja koncentracije delnic brez pomembnega vpliva na spremembo cene. Nadalje notranji lastniki, predvsem delavci, prodajajo delnice lastnemu podjetju na notranjem trgu. Nazadnje pa institucionalni delničarji kupujejo delnice od posameznikov z namenom večanja vpliva v podjetjih.

Za popolni prikaz obravnavane tematike je pri korporacijskem upravljanju podjetij s strani pooblaščenih investicijskih družb (PID-ov),² investicijskih skladov, vzajemnih skladov, pokojninskih skladov, bank in drugih pravnih oseb potrebno navesti, da njihova upravljaljska struktura v Sloveniji še ni povsem izoblikovana. Na tem mestu mislim predvsem na upravljanje podjetij s strani vzajemnih in investicijskih skladov, bank ter pokojninskih skladov. Za prve dve omenjeni obliki skladov velja, da v Sloveniji aktivno delujeta že celo desetletje in sta si že izoblikovali relativno pomembno vlogo na slovenskem sekundarnem trgu vrednostnih papirjev.³

¹ Vpliv delavcev in njihovih interesov na sprejemanje odločitev v podjetju se izvaja tudi preko sodelovanja delavcev pri upravljanju v družbi preko nadzornega sveta, kjer je zakonsko določeno število članov imenovanih s strani delavcev kot njihovih predstavnikov (Gregorič, Prašnikar, Ribnikar, 2001, str. 2 in nasl.).

² V literaturi se pogosto uporablja tudi pojem privatizacijski sklad, ki je izraz za povsem isto vrsto pravne osebe kot je pooblaščenica investicijska družba.

³ V delu pa kljub omenjenim dejstvom nisem posvečal posebne pozornosti korporacijskemu upravljanju podjetij s strani vzajemnih, investicijskih in pokojninskih skladov, saj celovito obravnavanje navedenega fenomena presega

Večina izmed obeh vrst skladov se je izoblikovala iz hibridov postopka privatizacije podjetij, t. i. pooblaščenih investicijskih družb. Za slednje družbe velja, da so imele pomembno vlogo v času procesa privatizacije v Sloveniji in nekaj let po njej. Zadnja leta pa izgubljajo svoj pomen in vlogo na trgu vrednostnih papirjev ter pri upravljanju podjetij v svoji lasti, saj so zavezani k obveznemu preoblikovanju v druge oblike skladov.⁴

Tudi notranji lastniki imajo pri upravljanju podjetij specifično vlogo, ki se v Sloveniji še ni povsem izoblikovala. Pred leti so sicer zaposleni kot notranji lastniki dominirali v številnih podjetjih, saj jih je večina delnice podjetij pridobila na podlagi prednosti zamenjave certifikatov za delnice podjetij (notranji odkup in notranja razdelitev). V zadnjem času pa zaposleni kot lastniki izgubljajo odločilno vlogo pri upravljanju podjetij, saj jih je večina delnice prodala (Damijan, Gregorič, Prašnikar, 2004, str. 19). Izoblikovala se je tudi nova vrsta notranjih lastnikov (menedžerjev), ki prevzemajo izjemno pomembno vlogo pri upravljanju podjetij. Delež v podjetjih pridobivajo na različne načine, in sicer preko menedžerskih odkupov, nabav posameznih delnic, opsijskih ali delniških načrtov kot nagrad za delo oziroma uspešnost poslovanja družbe.

Namen magistrskega dela je s pomočjo analize primerov prikazati sodelovanje delničarjev pri upravljanju slovenskih podjetij ter opredeliti specifične značilnosti in interese, ki jih delničarji zasledujejo pri upravljanju družb. Pri tem je osnovni poudarek na prikazu neučinkovitosti lastništva države v državnih podjetjih in skladih, saj slednji pogosto zasledujejo predvsem politične interese, pozabljajo pa na ekonomski namen svojega obstoja.

Cilj dela je predstaviti negativen vpliv določenih vrst delničarjev in pozitiven vpliv drugih vrst le-teh na učinkovito korporacijsko upravljanje in prodajo gospodarskih družb. V delu sem se osredotočil predvsem na specifične značilnosti državnega lastništva na upravljanje svojih družb ali upravljanje le-teh preko obeh državnih skladov. Temu je posvečena večina magistrskega dela, saj je problem resnično vreden temeljitejšega obravnavanja. Opisano problematiko prikažem tudi na osnovi nekaterih javno odmevnih primerov.

Magistrsko delo je razdeljeno na pet delov. Uvod odpira problem in druge temeljne značilnosti, ki so podlaga magistrskega dela. V prvem poglavju navajam metode, ki jih uporabljam v delu, ter definicije nekaterih pomembnih izrazov. V drugem poglavju opredeljujem pojem korporacijskega upravljanja ter vrste in vlogo delničarjev pri upravljanju družb. Predvsem se osredotočam na različne institute, ki so povezani z delničarji in njihovim organiziranjem v podjetjih. V tretjem poglavju podrobneje predstavljam upravljanje podjetij in skladov neposredno s strani države. Obenem navajam določene posebnosti upravljanja državnega

okvir magistrskega dela ter bo predmet mojih nadaljnjih raziskav. Predmet podrobnejših raziskav v prihodnje bo tudi vloga bank pri upravljanju slovenskih podjetij, saj le-te pri tem še niso izoblikovale neke pomembne vloge. Mislim predvsem na vlogo, ki jo imajo drugod v kontinentalni Evropi, kjer so zelo pomemben akter na trgu kapitala.

⁴ Zaradi navedenih dejstev podrobnejša obravnava vloge PID-ov pri upravljanju podjetij ni smiselna. Je pa njihova vloga pri upravljanju v delu omenjena na nekaterih specifičnih mestih.

lastništva. Četrto poglavje je v celoti posvečeno vlogi obeh državnih skladov pri korporacijskem upravljanju in prodaji slovenskih podjetij. V tem delu je predstavljeno tudi nekaj institutov, ki so pogosto prisotni pri upravljanju in prodaji podjetij v njuni lasti. Peto poglavje je namenjeno predstavitvi negativnega vpliva državnega lastništva, tako neposrednega kot posrednega. Vse navedeno ponazarjam s številnimi primeri, ki so v zadnjih letih odmevali v javnosti, in pri katerih je razvidna prioriteta političnega interesa nad ekonomskim oziroma strateškim. V šestem poglavju predstavim še vrste in vlogo notranjih lastnikov (delavcev in menedžerjev) pri upravljanju podjetij. Opredeljujem tudi nekatere posebne institute, povezane z notranjim lastništvom, in jih tudi podrobneje razdelam. Zadnje poglavje predstavlja osnovne ugotovitve in zaključke magistrskega dela.

2 UPORABLJENE METODE TER DEFINICIJE V DELU POGOSTO NAVEDENIH IZRAZOV

Metode dela, ki sem jih uporabil pri izdelavi magistrskega dela, temeljijo na proučevanju teoretične podlage, ki nam daje primerno osnovo za celovit pregled primerov korporacijskega upravljanja in prevzemov slovenskih družb. V delu predstavljam številne analize primerov upravljanja in prodaj slovenskih podjetij. Pri analizah sem predvsem izhajal iz časopisnih člankov, ki v zadostni meri zajemajo vse potrebne informacije. Preko njih sem poskušal na konkretnem primeru delovanja delničarjev utemeljiti izbrane teoretične predpostavke. Skratka, teoretična izhodišča so resnično samo temelj magistrskega dela, večina problemov pri korporacijskem upravljanju in prodaji slovenskih družb na strani delničarjev pa je izvedena iz primerov konkretnih podjetij. Vse težave sodobnega upravljanja so po konkretni ugotovitvi podrobneje razdelane. Del magistrskega dela je posvečen tudi proučevanju zakonitosti situacij in delovanja (institutov) posameznih vrst delničarjev v konkretnih primerih.

V delu so pogosto uporabljeni pojmi država, družba, podjetje in lastništvo. Zaradi večje jasnosti so podrobneje opredeljeni v nadaljevanju:

Država: pojem država v nalogi zajema tako državo kot tudi lokalne skupnosti, ki delujejo znotraj nje in so izvirno pristojne izdajati predpise ter jih prisilno izvajati. To pravico lahko država ali lokalne skupnosti z javnim pooblastilom prenesejo na druge osebe. Funkcionalno pojem država zajema zakonodajno, izvršilno in sodno oblast ter celotni javni sektor, v katerega sodijo državna uprava, javni skladi in agencije, izvajalci javnih služb (javna podjetja, javne gospodarske službe, javni zavodi, ...) ter druge osebe, ki so v lasti države ali jih le-ta nadzoruje ter določa njihovo ravnanje. Ko govorim o državnem lastništvu v Sloveniji, mislim tako na premoženje Republike Slovenije kot tudi lokalnih skupnosti.

(Delniška) družba: gospodarskoppravna teorija s pojmom delniška družba ali korporacija opredeljuje pravno-organizacijsko obliko kapitalske družbe, ki ima osnovni kapital razdeljen na delnice, in kot pravna oseba sama odgovarja upnikom za svoje obveznosti z vsem svojim premoženjem, delničarji pa za obveznosti družbe ne odgovarjajo. Delniška družba je ena izmed oblik gospodarskih družb; te so lahko bodisi osebne, v kateri odgovornost družbenikov ni omejena, bodisi kapitalske, kjer družbeniki za obveznosti družbe ne odgovarjajo. Gospodarska družba je sama nosilka pravic in obveznosti, sama je lastnica premoženja. V delu, ki je po svoji naravi bolj ekonomsko kot gospodarskoppravno, je pojem (gospodarska; kapitalska; delniška) družba uporabljen takrat, kadar je govora o gospodarski družbi kot organizaciji oziroma pravni osebi, o njenem vodenju in upravljanju ter odnosih med udeleženci v njej.

Podjetje: pojem podjetje gospodarskoppravna teorija uporablja kot oznako za skupek organiziranega premoženja, namenjenega za opravljanje gospodarske dejavnosti (Zabel, 1989; Ivanjko, Kocbek, 1996, str. 64–72). V delu je uporabljen kot oznaka za premoženjski vidik

gospodarskih družb, kot predmet lastništva, torej vselej, kadar ni namen poudariti organizacijskega vidika gospodarske družbe.

Lastništvo: delničarji pravno-formalno niso lastniki delniške družbe, saj je le-ta pravna oseba, ampak so le imetniki njenih delnic, na podlagi katerih jim gredo določene premoženjske in upravljalne pravice, katerih obseg je odvisen od števila vplačanih delnic v osnovni kapital družbe. Pojem lastništvo je v delu uporabljen (in se v literaturi uporablja) kot termin, ki zajema formalne (s čimer je mišljeno, da imetniki pravic zaradi svojega majhnega deleža ne morejo vselej učinkovito izvajati) pravice: upravljati, odločati, nadzirati in pridobivati denarne tokove, torej lastništvo v ekonomskem in ne pravnem smislu (Barbić, 2001, str. 44 in nasl.; Ivanjko, Kocbek, 1996, str. 59 in nasl.; Hansmann, 1988, str. 269 in nasl.). S pojmom državno lastništvo pa je zajeto tako lastništvo države kot tudi lokalnih skupnosti, torej vseh teritorialnih oseb javnega prava (Pirnat, 1999).⁵

⁵ Avtor loči teritorialne in specializirane osebe javnega prava. V prvo skupino uvršča Republiko Slovenijo in lokalne skupnosti, v drugo pa javna podjetja, javne zavode, javne agencije in javne sklade.

3 POJEM KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA TER VRSTE IN VLOGA DELNIČARJEV PRI UPRAVLJANJU DRUŽB

V strokovni literaturi se je uveljavilo že veliko definicij upravljanja (*governance*). Po širši opredelitvi pojem zajema spodbude in odnose v določeni organizaciji (državi, gospodarski družbi, društvu, uradu), ki naj omogoči, da bo le-ta zasledovala cilje, zaradi katerih je bila ustanovljena. Problematiko upravljanja v kapitalskih družbah (*corporate governance*)⁶ kot del upravljanja v širšem smislu pa lahko izpeljemo iz prejšnje definicije ter obenem za ponazoritev delovanja gospodarske družbe uporabimo še zakonsko upravljavsko strukturo (Garner, 1995, str. 389). Le-ta natančno določa oblikovanje posameznih organov družbe, njihove pristojnosti in njihova medsebojna razmerja. Torej pojem upravljanje pomeni sklop načinov, po katerih so osebe, ki delajo v imenu družbe, dolžne ravnati, da bi z njimi dosegle namen, zaradi katerega so delničarji ustvarili družbo. Upravljanje v kapitalskih družbah temelji na lastnini sredstev, vloženih v te družbe. Lastništvo je odločilno za hierarhijo organov, opravljanje funkcije pa za določanje njihove pristojnosti pri opravljanju poslov družbe. Lastnina kot temelj upravljanja izgublja pomen v tem, da se funkcija upravljanja od lastnikov (delničarjev) prenaša na menedžerje velikih korporacij. Posledično se v zadnjem času pravna in dejanska vloga delničarja zelo omejuje pri upravljanju predvsem večjih delniških družb. V ospredje prihaja druga temeljna funkcija delničarjev, kar je pravzaprav njihova izbirna funkcija. To je imenovanje direktorjev, ki vodijo poslovanje v korporacijah v korist delničarjev in korporacije kot pravnoorganizacijske oblike oziroma pravne osebe. Vedno znova pa se poudarja, da so delničarji odločilni v korporacijski upravljavski kontroli, ki jo uresničujejo s tem, da na podlagi svoje pravice upravljanja korporacije sami izberejo direktorje, ki vodijo dnevne posle, in jih tudi odstavijo. S tem je poudarjena vloga delničarjev kot nosilcev kapitala (Ivanjko, Kocbek, 1996, str. 293). Poudariti je potrebno, da cilj delničarjev ni pridobivanje dobička, to je cilj družbe, temveč maksimiranje vrednosti njihove investicije, torej povečevanje vrednosti njihovega lastniškega deleža.

Načelo kapitalskega upravljanja velja za vse oblike gospodarskih družb, tudi v osebnih družbah. Čeprav organizacijske strukture gospodarskih družb zaradi številnih posebnosti ne moremo v celoti primerjati med seboj, vse povedano za delniške družbe velja *mutatis mutandis* tudi za ostale oblike gospodarskih družb. Pri delniških družbah se srečujemo z nasprotjem med omejitvijo odgovornosti za obveznosti družbe na eni strani in načelom svobodnega odločanja v poslovnih razmerjih na drugi strani. Zaradi tega in predvsem zaradi kompleksnosti poslov ter ne nazadnje razdrobljenosti lastništva ni mogoče odločanja v zvezi s poslovanjem družbe znotraj le-te prepustiti le delničarjem in njihovim interesom. Zato le-ti upravljanje družbe prenesejo na upravo družbe, ki je specializirana za take posle. Utemeljitev tretjega organa upravljanja v delniški družbi pa temelji na dejstvu, da delničarji zaradi razpršenosti, nepoznavanja poslovanja družbe ter visokih stroškov ne morejo sami izvajati nadzora nad delovanjem uprave. Zato le-to

⁶ Izraz se dobesedno prevaja kot korporacijsko upravljanje. Pojem se pogosto uporablja v pravu in ekonomiji kot sinonim za vodenje in obvladovanje družb.

pristojnost prenesejo na nadzorni svet, čigar temeljna naloga je nadzor nad poslovanjem uprave. Iz vsega navedenega lahko izpeljemo ugotovitev, da v družbi pride do ločitve lastništva, nadzora in vodenja.

Organi družbe delajo v interesu podjetja, v dobro delavcev ter tudi v splošno dobro, zato njihove pristojnosti, organizacijo in naloge detajlno ureja zakon (v Sloveniji Zakon o gospodarskih družbah; v nadaljevanju ZGD). Nadaljnji argument zakonskega urejanja organizacije in odnosov med organi družbe je v različnih interesih vsakega od organov, predvsem uprave (le-ta lahko deluje po svojih željah ter stremi k ugledu) ter delničarjev. Obenem je potrebno omeniti prispevek številnih kodeksov upravljanja, ki so bili sprejeti v zadnjih letih in pomembno prispevajo pri ureditvi odnosov med posameznimi interesnimi skupinami v delniških družbah. V Sloveniji je bil sprejet Kodeks upravljanja javnih delniških družb (v nadaljevanju Kodeks).

Ekonomski interesi družbe se uresničujejo preko podjetja, medtem ko delničarji svoje članske pravice uresničujejo praviloma v okviru družbe. Lahko bi rekli, da za interese podjetja skrbi uprava, za interese družbe nadzorni svet, skupščina pa skrbi za posamične interese delničarjev. Poleg že omenjenih organov na družbo vplivajo tudi zaposleni, stranke, dobavitelji, imetniki obveznic oziroma zadolžnic, skupnost, v kateri družba deluje, revizorji ter Agencija za trg vrednostnih papirjev (*stakeholders*). Za lažje razumevanje navedenega je potrebno pojasniti razmejitve med položajem podjetja in družbe. Družba je pravna oseba in je nosilec podjetja, ki v ekonomskem smislu pomeni celoto stvari in pravic, organiziranih za opravljanje pridobitne dejavnosti. Pri podjetju pa gre za spoj kapitala in dela pod enotnim vodstvom, usmerjeno v pridobitno dejavnost in enoten nastop na trgu, pri čemer premoženje pripada nosilcu podjetja (Ivanjko, Kocbek, 1996, str. 59 - 64).

Proces upravljanja v gospodarskih družbah zajema temeljne odločitve o ciljih družbe, o njenih statusnopравниh značilnostih, o njeni notranji organizaciji, o njenem kapitalu in statusnih povezavah z drugimi družbami, o poslovni politiki in njenem uresničevanju in ne nazadnje nadzor nad poslovanjem družbe. Vse te upravljaljske funkcije se izvajajo preko treh skupin udeležencev v delniški družbi: delničarjev, uprave in nadzornega sveta. Prvi z glasovanjem na skupščini izvolijo nadzorni svet, ki nato izvoli upravo. V nadzornem svetu so predstavniki delničarjev in zaposlenih. Kljub temu da je uprava za vodenje in poslovanje družbe odgovorna delničarjem in nadzornemu svetu, slednji ne sme posegati v dnevno poslovanje delniške družbe. Nadzorni svet poseže v delovanje uprave le pri posameznih odločitvah, pri katerih se zahteva njegovo soglasje; temeljne odločitve pa so vedno v domeni delničarjev.

V teoriji poznamo številne mehanizme, ki delničarjem zagotavljajo učinkovito upravljanje podjetij: koncentracijo lastništva in glasovalnih pravic, upravo, nadzorni svet, povezano bančništvo in dolžniško financiranje, aktivno vlogo institucionalnih delničarjev, prevzeme, menedžerske odkupe, menedžerske ugodnosti vezane na uspeh podjetja, posebne pravice manjšinskih delničarjev ter onemogočanje menedžerskih zlorab (Gregorič, 2003, str. 14 in nasl.). V praksi sta se izoblikovala predvsem dva mehanizma, s katerima lahko delničarji

upravljajo podjetja. Za zunanji mehanizem nadzora podjetij je značilno, da delničarji v primeru nezadovoljstva s poslovanjem in upravljanjem podjetja, delnice preprosto prodajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Povečanje ponudbe delnic na trgu se odraža na njihovi ceni, kar je za upravo zadosten signal, da z njenim delom nekaj ni v redu. Navedeni mehanizem nadzora zahteva relativno visoko razvitost sekundarnega trga lastniških vrednostnih papirjev (likvidnost). Na drugi strani pa poznamo tudi sistem notranjega nadzora preko posebnega telesa oziroma organa družbe - nadzorni svet.

Za učinkovito upravljanje družbe naj bi imeli delničarji pravico do informacij o lastniški strukturi, pravico do dividend, pravico do informacij o sklicu skupščine ter možnost glasovati na njej. Manjšinski delničarji morajo biti obravnavani enako kot večinski delničarji oziroma morajo imeti možnost vplivati na postavitve organov družbe. Potrebno je preprečiti zlorabo notranjih informacij, kakor tudi razvrednotenje manjšinskih delničarjev z dokapitalizacijo. Delničarji morajo biti tudi pravilno in popolno obveščeni o poslovanju družbe, o pomembnih dogodkih (prevzemih, združitvah, statusnih spremembah). Člani nadzornega sveta morajo biti neodvisni. Nagrade uprave in nadzornega sveta morajo biti javne, o višini le-teh pa morajo odločati delničarji.

Glede na odnos delničarjev do upravljanja družb oziroma do nadzora nad ravnanjem uprave, delimo le-te na pasivne in aktivne. Pasivni delničarji svoje nezadovoljstvo z načinom upravljanja družb izražajo neposredno s prodajo delnic. Aktivni delničarji pa skušajo vplivati na delovanje uprave od znotraj preko glasovanja na skupščini delničarjev ter preko neposrednega pritiska na nadzorni svet družbe.

Področje korporacijskega upravljanja podjetij v tranzicijskih državah zadnja leta postaja vse pomembnejše. Korenine problema segajo v privatizacijo, ki v nekaterih državah ni prinesla vidnega napredka, saj država in paradržavni skladi ostajajo največji lastniki podjetij. Notranji lastniki so v zadnjih letih svoj dominantni položaj v številnih podjetjih izgubili. Zunanji lastniki pa nimajo zadostne glasovalne kontrole nad podjetji, ki bi zagotavljala ustrezno rast. Nadalje je problem nerazvitost in nelikvidnost kapitalskih trgov, kar je posledica prisotnosti številnih večjih delničarjev v posameznem podjetju⁷ (*blockholders*) (Gregorič, Prašnikar, Ribnikar, 2001, str. 2; Damijan, Gregorič, Prašnikar, 2004, str. 19).

3.1 DELNIČARJI

3.1.1 MOČ DELNIČARJEV

Moč posameznega delničarja je odvisna predvsem od vsebine delničarskih upravičenj in od števila delnic, ki jih ima. Večja koncentracija lastništva ter večja moč in pravice delničarjev povzročijo cenejši nadzor nad delovanjem uprave in/ali nadzornega sveta. Delničarska upravičenja na eni strani delničarju potencialno omogočajo neposreden vpliv na vodenje družbe

⁷ Večji delničar je vsak, ki ima več kot pet odstotkov glasovalnih pravic v podjetju.

(nadzor), dobro razviti in likvidni finančni trgi pa mu omogočajo prodajo in nakup delnic (*exit*). Nekateri avtorji poudarjajo, da istočasna prisotnost likvidnosti in kontrole v največji meri ni mogoča (Shleifer in Vishny, 1997).⁸ Slednje je razvidno predvsem v ZDA, kjer prevladuje taka organizacija gospodarskih družb, v katerih imajo manjšinski delničarji omejeno sposobnost neposrednega vplivanja na vodenje družbe. Zagotovljena pa jim je skoraj popolna likvidnost delnic s pomočjo relativno stabilnih sekundarnih trgov kapitala. Prav tako pa delničarji lahko vplivajo na vodenje tudi s koncentracijo lastništva. Lastniška struktura družb in likvidnost finančnih trgov sta odvisna od pravne zaščite (Shleifer in Vishny, 1997): kjer je zaščita delničarjev močna, je razpršeno lastništvo lahko učinkovito. Kjer pa je pravna zaščita nizka, razpršeno lastništvo ni optimalno, kar delničarji nadomestijo tako, da imajo prevladujoč položaj v družbi in tako zavarujejo svoje pravice.

3.1.2 POVEČANJE MOČI DELNIČARJEV S SODELOVANJEM

Zaradi velikega števila delničarjev in razpršenega lastništva v slovenskih delniških družbah je za dosego določenega skupnega cilja čedalje smotrnejše njihovo notranje povezovanje, saj s tem povečajo svojo učinkovitost zastopanja in uveljavljanja svojih pravic. V Sloveniji poznamo več oblik delničarskega povezovanja: pooblastilo za uresničevanje glasovalne pravice, sporazume in pogodbe o uresničevanju glasovalne pravice ter družbo pooblaščenko.

3.1.2.1 POOBLASTILO ZA URESNIČEVANJE GLASOVALNE PRAVICE (*proxy*)

Po VI. odstavku 297. člena ZGD lahko glasovalno pravico delničarja uresničuje pooblaščenec. Zakon nadalje določa, da mora biti pooblastilo pisno in predloženo ter shranjeno pri družbi. Po mojem mnenju je bila slednja določba ob zaključku privatizacije pogosto zlorabljena s strani članov uprav in nadzornih svetov podjetij, ki so imeli prvi vpogled v delniško knjigo takoj po zamenjavi certifikatov za delnice. Vnaprej izpolnjene obrazce so le-ti najverjetneje poslali delničarjem, ki so zaradi nezainteresiranosti in nepoznavanja svojih pravic le-te podpisali in s tem prenesli glasovalno pravico na notranje lastnike (predvsem na člane uprave in nadzornega sveta). Slednji so si z večjim odstotkom glasov omogočili večji vpliv že na sami skupščini ter obenem zmanjšali vpliv zunanjih lastnikov, ki so s tem še lažje preglasovani.

3.1.2.2 ORGANIZIRANO ZBIRANJE POOBLASTIL (*soliciting*)

Zakon o prevzemih (v nadaljevanju ZPre) v 61. in 62. členu ureja organizirano zbiranje pooblastil z namenom uresničevanja glasovalne pravice na skupščini delniške družbe. Za tako zbiranje pooblastil se šteje vsako zbiranje, ki je namenjeno več kot 50 delničarjem delniške družbe, ki so imetniki delnic z glasovalno pravico. Organizirani zbiralec pooblastil mora o

⁸ »A trade-off exists and must be recognized between liquidity and control. Investors that want liquidity may hesitate to accept control.«

takšni nameri, razlogih ter načinu zbiranja obvestiti Agencijo za trg vrednostnih papirjev. Pooblastilo velja le za eno zasedanje skupščine delniške družbe. Pooblaščenec mora v pooblastilo vnesti predloge sklepov, predlog za glasovanje o posameznih predlogih sklepov in poziv delničarju, naj da navodila za uresničevanje glasovalne pravice z opozorilom, da bo, če mu delničar ne bo dal drugačnega navodila, uresničil glasovalno pravico po svojih predlogih, ki morajo biti v pooblastilu obrazloženi ter opozorilo, da lahko delničar pooblastilo kadarkoli prekliče. Če so izpolnjeni navedeni pogoji, organizirani zbiralec ni dolžan dati ponudbe za odkup po ZPre.

3.1.2.3 SKUPNO DELOVANJE PRI URESNIČEVANJU GLASOVALNE PRAVICE NA TEMELJU DELNIŠKEGA SPORAZUMA (*voting trust*)

Kljub temu, da ZGD delniških sporazumov ne ureja, so le ti v našem pravu dopustni in se za njih uporabijo splošna pravila pogodbenega prava.

Doslej so se v praksi izoblikovali trije tipi delniških sporazumov:

- sporazum, ki ga sklenejo delničarji, ki so institucionalni lastniki v večjem številu gospodarskih družb, in s katerimi določijo skupna izhodišča za politiko na posameznih področjih;
- sporazumi, ki jih sklenejo mali oziroma razpršeni delničarji določene delniške družbe z namenom, da nastopajo skupaj in tako povečajo svoj vpliv pri odločanju na skupščini delniške družbe ter
- sporazum ali pogodba praviloma manjšega kroga večjih delničarjev, ki vključuje tako elemente skupnih izhodišč oziroma dogovorjene politike na posameznih področjih kot tudi organizacijske dogovore o postopkih usklajevanja in načinu nastopanja z namenom vzdrževati večinski obseg glasovalnih delnic v delniški družbi in preprečevati sovražni prevzem ter anarhično in naključno odločanje delničarjev.

Zakon, ki ureja delniške sporazume v Sloveniji, je Zakon o prevzemih (1997). ZPre v 60. členu določa, da v primeru če več oseb na podlagi delniškega sporazuma skupno deluje pri uresničevanju glasovalne pravice na skupščini v podjetju, in v primeru da katerakoli izmed njih pridobi vrednostne papirje delniške družbe, ki zagotavljajo glasovalno pravico, tako da ti vrednostni papirji skupaj z drugimi, ki jih te osebe že imajo, zagotavljajo 25 odstotkov glasovalnih pravic, je dolžna vsaka oseba dati ponudbo za odkup oziroma v primeru posebnega sporazuma le ena izmed njih.

Trenutna ureditev v ZPre ni popolna, ker ne varuje zunanjih delničarjev v primeru dogovora med notranjimi delničarji, s katerim lahko preprečijo prodajo delnic zunanjim delničarjem ter njihovo obveščanje. Ker je po sedANJI ureditvi možno resno omejiti pravice zunanjih delničarjev z delniškimi sporazumi, teoretiki predlagajo naslednja pravila o delničarskih dogovorih:

- omejitve za menedžerje pri organiziranju dogovorov med delničarji,

- enak dostop do informacij za vse delničarje, ko se sklepa dogovor med njimi in
- prepoved naknadnega omejevanja prodaje delnic javnih podjetij, s katerimi se trguje na organiziranem trgu (Simoneti, 1997, str. 7).

3.1.2.4 DRUŽBA POOBLAŠČENKA

Družba pooblaščenka (*Authorized Workers's Association*) je gospodarska družba (največkrat družba z omejeno odgovornostjo oziroma delniška družba), ki jo ustanovijo delničarji druge delniške družbe z vložitvijo svojih delnic v osnovni kapital družbe pooblaščenke, z edinim namenom, da preko nje skupno po organih družbe pooblaščenke uresničujejo glasovalno pravico ter upravljajo delniško družbo, katere delničarji so.

V slovenskem pravnem redu družba pooblaščenka ni posebej urejena, nekaj pravil o njej vsebuje Zakon o privatizaciji pravnih oseb v lasti Sklada RS za razvoj in obveznosti Agencije RS za prestrukturiranje in privatizacijo, ki predvideva kot možnost ustanovitev družbe pooblaščenke za udeležence notranjega odkupa. Omenja pa jo tudi ZPre, in sicer v 81. členu, ki vsebuje posebne določbe o ponudbi za odkup vrednostnih papirjev, izdanih v postopku lastninskega preoblikovanja podjetij.⁹

Čeprav družba pooblaščenka ni podrobneje urejena v nobenem od navedenih predpisov, bo vendarle veljalo, da jo je potrebno šteti za poklicnega pooblaščenca, saj je ustanovljena prav z namenom, da zastopa delničarje neke delniške družbe pri upravljanju oziroma pri uresničevanju glasovalnih pravic v tej delniški družbi.

Glede na navedeno pravno ureditev je institut družbe pooblaščenke še posebej pomemben v povezavi z vlogo zaposlenih kot delničarjev pri korporacijskem upravljanju podjetij. Zaposleni lahko namreč družbo pooblaščenko ustanovijo z namenom izvedbe notranjega odkupa, le-ta pa potem v imenu zaposlenih, bivših zaposlenih in upokojenih delavcev odkupuje delnice podjetja. Tako zaposlenim omogoča intenzivnejše sodelovanje pri upravljanju podjetja, jim pomaga pri izoblikovanju temeljnih ciljev in drugih strateških odločitev vezanih na samo podjetje (Gregorič, 2003, str. 151).

Sicer pa ideja o družbi pooblaščenki izvira iz ameriške konstrukcije *ESOP (Employee Stock Ownership Plan)*, kot oblike lastništva zaposlenih (Samec, 2001, str. 112).¹⁰ *ESOP* je oblikovan kot poseben sklad, ustanovljen z namenom upravljanja z delnicami zaposlenih (Ellerman, 1993, str. 56). Vsak zaposleni, ki vstopi v družbo, lahko pod natančno določenimi pogoji postane član *ESOP* programa in lastnik delnic družbe, pri kateri je zaposlen. Nakup delnic se financira tako, da *ESOP* pri banki najame posojilo, za katerega odplačilo jamči gospodarska družba, v okviru

⁹ Družbe pooblaščenke so bile po ZPre predvidene kot posrednik pri prehodu predvsem večjih zaprtih delniških družb, ki so nastale z lastninskim preoblikovanjem, v popolnoma odprte javne delniške družbe s transparentnim trgom delnic ali pa v dokončno zaprte delniške družbe, ki bi se preoblikovale v družbe z omejeno odgovornostjo (Kocbek, Plavšak, Premk, 1997, str. 222).

¹⁰ *ESOP* se dovoljuje na podlagi *Employee Retirement Security Act 1974*.

katere je *ESOP* ustanovljen, ter za zaposlene kupi delnice, s katerimi nato tudi upravlja. S potekom let zaposleni v sklad vlagajo denarne prispevke, s katerimi sklad banki odplača posojilo. Na enak način lahko *ESOP* tudi prevzame drugo gospodarsko družbo, in sicer da namesto delnic družbe, katere zaposleni v njej sodelujejo, kupi delnice neke druge družbe. Pomembna značilnost *ESOP* je neprenosljivost delnic. Zaposleni svojih delnic namreč ne morejo prosto prodati na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, pač pa jih lahko odkupi le *ESOP*. Namen *ESOP* je torej preko lastništva zaposlenih vzpostaviti trdno vez med zaposlenimi in gospodarsko družbo, s čimer naj bi se zaposlene dodatno motiviralo za čim bolj učinkovito delo.

V povezavi z navedenim pa lahko ugotovim, da obstaja precejšnja razlika med *ESOP* in družbo pooblaščenko po slovenski ureditvi. *ESOP* je namreč namenjen vzpodbujanju lastništva zaposlenih in menedžerjev, medtem ko v družbi pooblaščenki v koaliciji notranjih lastnikov sodelujejo tudi bivši zaposleni. Nadaljnje namen družbe pooblaščenke najbrž ni optimizirati alokacijsko učinkovitost produkcijskih faktorjev, saj za tak namen manjka najpomembnejši element – neprenosljivost delnic. Notranji lastniki lahko namreč preko družbe pooblaščenke prevzamejo podjetje, nato pa so pri nadaljnji prodaji le-te popolnoma svobodni. Delnice družbe pooblaščenke so v skladu z 18. členom Zakona o privatizaciji pravnih oseb v lasti Sklada RS za razvoj in obveznosti Agencije RS za prestrukturiranje in privatizacijo namreč neprenosljive le v času trajanja notranjega odkupa, kasneje pa za njihovo (ne)prenosljivost velja režim, kakršnega so v statutu oziroma družbeni pogodbi določili ustanovitelji družbe pooblaščenke. Zaradi mnogih posebnosti njene pravne ureditve služi družba pooblaščenka bolj kot motivacijskim namenom povečanja učinkovitosti poslovanja družbe, interesom notranjih lastnikov nadzorovati lastniško strukturo družbe (Cankar, 2002, str. 43 in nasl.). Glede na navedeno bi bilo potrebno družbo pooblaščenko ponovno sistematično urediti, in sicer tako da bi omogočila prostovoljno in pregledno dolgoročno oblikovanje notranjega lastništva v podjetjih, ki bo osnovano na široki udeležbi velikega števila zaposlenih. Najprimernejša statusnopravna oblika družbe pooblaščenke bi bila družba z omejeno odgovornostjo, saj ustanovitev v obliki delniške družbe zaradi zahteve po neprenosljivosti delnic in prepovedi vračanja vložkov ni smiselna. Kljub temu, da bi se pri sistematični ureditvi družbe pooblaščenke načeloma lahko povzele določbe ZGD o družbah z omejeno odgovornostjo, bi bilo potrebno določene posebne institute (zgornjo mejo števila družbenikov, prednostno pravico družbenikov pri nakupu poslovnega deleža) urediti drugače, saj tudi temeljni namen družbe pooblaščenke (uresničevanje upravljavskih in glasovalnih pravic v matični družbi) odstopa od klasičnega namena družbe z omejeno odgovornostjo (opravljanje določene pridobitne dejavnosti).

3.1.3 PRAVNO VARSTVO DELNIČARJEV

Vsi ne-večinski (*noncontrolling*) in večinski (*controlling*) delničarji, tako majhni kot veliki, potrebujejo pravno varstvo svojih pravic, saj splošno načelo v pravni teoriji določa, da upravičenje brez pravnega varstva ni prava pravica. Skratka, manjšinski delničarji zahtevajo pravico nepristranskega obravnavanja (takšnega kot so ga deležni večinski delničarji) pri politiki

določanja dividend, pri odločanju o izdajanju novih delnic in predkupnem upravičenju. Prav tako je potrebno zagotoviti vsem delničarjem istega razreda enake glasovalne pravice ter dejansko spoštovanje in upoštevanje njihovih glasov (Kocbek, 1999).¹¹ Enako pomembno za varovanje pravic investorjev pa je poleg pravno-formalnega varstva še posebej dejansko izvajanje, izvrševanje takšnih zakonskih pravil s strani pristojnih avtoritativnih organov.

Obširno razmerje med delničarji in delniško družbo (predvsem pravno varstvo prvih) ureja tudi slovenski Kodeks upravljanja gospodarskih družb (po vzoru tujih kodeksov), ki kot osnovno načelo poudarja pomembnost enakopravne obravnave delničarjev in varstva njihovih pravic. Med njih gotovo sodi dosledno spoštovanje načela »ena delnica – en glas« ter spoštovanje načela o enakem obravnavanju vseh delničarjev, ki so imetniki delnic istega razreda, ne glede na to ali gre za notranje ali zunanje, manjšinske ali večinske oziroma domače ali tuje delničarje. Nadaljnja pomembna določba Kodeksa je, da naj tudi same družbe oziroma njihove uprave spodbujajo delničarje k večji aktivnosti na skupščinah. To priporočilo se mi zdi še toliko bolj pomembno, saj so zlasti mali delničarji v Sloveniji pogosto pasivni. Le-ta je posledica slabega in nepravočasnega informiranja ter dejstva, da večina manjšinskih fizičnih delničarjev za pravice iz lastništva delnic na podlagi certifikatske razdelitve ostaja nezainteresirana. Kodeks vsebuje tudi konkretnejše določbe v zvezi s sklicem in glasovanjem na skupščini:

- Načelo o pravočasnem in pravilnem obveščanju o sklicu skupščine ter priporočilo o uporabi modernih tehnologij za zagotavljanje aktivnega izvajanja glasovalnih pravic.
- Priporočilo, da naj bo besedilo predlogov sklepov, o katerih se glasuje na skupščini, že ob sklicu skupščine navedeno v polnem besedilu ter objavljeno na spletnih straneh družbe.
- Pravica, da manjšinski delničarji lahko zahtevajo sklic skupščine in na njej lahko dosežejo tudi razširitev dnevnega reda ter vlagajo nasprotne predloge.
- Za sprejem najpomembnejših odločitev na skupščini, ki bi lahko pomembno vplivale na poslovanje družbe in položaj posamezne skupine delničarjev, se priporoča statutarna določitev kvalificirane večine (Šerčer, 2004, str. 5).

3.1.4 VARSTVO MANJŠINSKIH DELNIČARJEV

Ustrezno varstvo manjšinskih delničarjev je izjemno zapleteno področje korporacijskega prava, saj si lahko predstavljamo veliko situacij, ki lahko potencialno pripeljejo do oškodovanja manjšinskih delničarjev v podjetju s strani večinskega. Pri varovanju manjšinskih delničarjev je nujna sorazmernost njihovega varstva, saj s prekomernim varovanjem ne smemo okrniti pravic večinskega delničarja. Poglejmo si nekaj pogostih primerov oškodovanja manjšinskih delničarjev s strani večinskega:

¹¹ Predloge, kako urediti nepristransko obravnavanje delničarjev, so podrobneje v drugem poglavju razčlenila in obrazložila OECD-jeva načela vodenja in obvladovanja družb. Pravila vodenja in obvladovanja družb morajo zagotoviti nepristransko obravnavanje vseh delničarjev vključno z manjšinskimi in tujimi. Vsi delničarji morajo imeti možnost pridobiti učinkovito odškodnino zaradi kršitev njihovih pravic.

PRIMER A:

V primeru, da sta večinski in manjšinski delničar zaposlena v podjetju in večinski odpusti manjšinskega, slednji ostane v podjetju z delnicami, ki ne prinašajo koristi (dividend). Na trgu delnic ne more prodati, lahko pa jih proda večinskemu delničarju po ceni, ki jo on določi (Rock, Wachter, 2000, str. 202). Manjšinski delničar v takem primeru poseduje le manjšinski interes v podjetju, ki ga upravlja večinski delničar. Obenem ne dobiva nikakršnih dividend in ne odloča o ničemer (Rock, Wachter, 2000, str. 211).

PRIMER B:

Večinski delničar oziroma povezani delničarji, ki tvorijo večinski delež, sklenejo posel s podjetjem, katerega delničarji so, tako da podjetje odkupi sveženj delnic od večinskega delničarja, ne da bi omogočili sodelovanje manjšinskemu delničarju. Transakcije med večinskimi delničarji in podjetjem so lahko vseh možnih oblik: od plač, nakupa in prodaje zemljišč itd. Bolj zahtevne oblike poslov zajemajo tudi transakcije, pri katerih večinski delničar izkoristi možnost, ki ni jasno korporacijska možnost, kot je recimo razvoj bolj likvidnega trga konkretnih delnic, pri katerem pa manjšinski delničar zopet ne more sodelovati (Rock, Wachter, 2000, str. 202).

Problem varstva malih delničarjev (le-ti delujejo zelo organizirano preko Združenja malih delničarjev Zdravilišča Rogaška in obvladujejo 34 odstotkov delnic družbe) je bilo mogoče zaslediti v družbi Zdravilišča Rogaška d.d., kjer večinski delničarji na skupščini niso upoštevali predlogov malih. Le-ti so med drugim želeli imeti predstavnika v nadzornem svetu družbe. Posledično so se odločili zahtevati izredno revizijo družbe za zadnjih pet let (Bogataj, 2004b). Nadaljnje je bilo mogoče v isti družbi zaslediti tudi druge oblike oškodovanja malih delničarjev, na primer v škodo družbe (škoda znaša okoli 340 milijonov SIT) sklenjena pogodba za prodajo podcenjenega zemljišča in vrtin podjetju (slednje je večji lastnik družbe Zdravilišče Rogaška d.d.), katerega lastnik je predsednik nadzornega sveta družbe (Pušnik, 2004).

Podoben problem je bilo mogoče opaziti tudi na skupščini družbe Mladinska knjiga založba d.d. (v nadaljevanju MKZ), kjer na dnevnem redu kljub izredni organiziranosti malih delničarjev (le-ti delujejo preko Združenja malih delničarjev MKZ) ni bilo nobenega od njihovih predlogov. Zaradi povečanja transparentnosti v družbi so namreč slednji zahtevali uvrstitev delnic na borzno kotacijo. Posledično so se odločili, da bodo zahtevali sklic izredne skupščine (Bogataj, 2004).

PRIMER C:

Večinski delničar proda svoje delnice tretji osebi, ne da bi udeležbo pri nakupu omogočil manjšinskemu delničarju (Rock, Wachter, 2000, str. 203). Problem je pogosto prisoten tudi na slovenskem trgu vrednostnih papirjev, ko več večjih delničarjev preko nakupa in tajne povezanosti krši določbe ZPre (Bogataj, 2004a).¹²

¹² V člankih objavljenih na spletni strani <http://www.finance-on.net> je mogoče najti celo vrsto primerov, ko večji delničarji delujejo v škodo malim delničarjem. Na primer, večji delničarji Mladinske knjige založbe d.d. so kupili

Skratka, tudi na slovenskem trgu kapitala je mogoče opaziti, da se vse preveč dogovorov sklepa mimo luči javnosti, predvsem malih delničarjev, katerih interes je v takih primerih oškodovan. Tudi pri pripojitvi Dolenjske banke d.d. k Novi ljubljanski banki d.d. so bili na primer oškodovani mali delničarji. Po nekaterih ugotovitvah je bil namreč ravno ta prevzem opravljen mimo vseh pravil trga kapitala (Kos S., 2004). Problem oškodovanja malih delničarjev je bil prisoten tudi pri prevzemu Industrije usnja Vrhnika d.d. (v nadaljevanju IUUV) s strani ameriškega partnerja, saj je le-ta skupaj z Vlado RS želel izigrati tiste določbe ZPre, ki varujejo male delničarje. Ameriški partner jim je namreč ponudil nižjo ceno za delnice družbe kot Vladi RS (le-ta je posedovala 50,58 odstotkov delnic IUUV) (Mihajlovič, 2004). Podobne težave so imeli tudi mali delničarji v Banki Celje d.d., saj so jih borznoposredniške hiše želele izigrati z nepopolnimi informacijami v zvezi s transakcijami pri nakupih delnic od večjih delničarjev Banke Celje (Kos S., 2004a).

Zanimivo je, da je manjšinske delničarje oškodovala tudi določba, ki jo uvaja novela ZGD-F in ki se nanaša na prepoved statutarnega omejevanja glasovalne pravice javnim delniškim družbam, saj določba negativno vpliva na varstvo njihovih korporacijskih pravic (Finance, 2004b).

Problem, ki se pojavi pri obstoju večinskih delničarjev oziroma pri njihovi povezanosti torej je, da imajo le-ti lahko poleg koristi, to je izboljšanja nadzora na upravo, tudi določene slabosti. Ena izmed njih je izkoriščanje resursov podjetja v svojo korist na račun malih delničarjev, kot na primer z: uporabo denarnih tokov v osebne namene, izposojanjem denarja v podjetju z nižjimi obrestnimi merami, izplačevanjem posebnih dividend itd. (Holderness, Sheehan, 2000, str. 139)

Zakonodaja sicer natančno varuje delničarja pred spremembo cene pri prevzemu. Ne ureja pa drugih situacij, v katerih so manjšinski delničarji oškodovani, na primer če večji povezani delničarji preko slabega upravljanja uporabljajo resurse podjetja brez omejitev. Navedena situacija je tipičen primer limoninega problema: saj ko enkrat za možnost izkoriščanja podjetja s strani večjih delničarjev zvedo mali delničarji, slednji povsem prenehajo kupovati delnice, kar posledično podjetjem s povezanimi delničarji zaradi dražjega financiranja otežuje poslovanje. Prav tako po mnenju nekaterih teoretikov drži, da podjetja, v katerih imajo predsedniki uprav večinski delež, ne morejo uspešno poslovati (Holderness, Sheehan, 2000, str. 141).

zajeten odstotek delnic od obeh državnih skladov. Ker je povezanost večjih delničarjev kljub očitnosti tajna, le-tem ni potrebno objaviti javne ponudbe za odkup vseh delnic družbe ter tako zagotoviti spoštovanje pravic malih delničarjev. Konkretno so Zvon Ena in Dva ter NFD 1 zbrali skupaj več kot 40 odstotkov MKZ, zato so bili v združenju malih delničarjev MKZ prepričani, da bi našete družbe morale dati ponudbo za prevzem, in sicer po enaki ceni, kot so za delnice plačali SOD-u in KAD-u. Mali delničarji navajajo, da Zvon Ena in Dve ter NFD1 skupaj z Etolom delujejo usklajeno ter preko uprave in svojih nadzornikov v MKZ kanalizirajo lastništvo. Obenem so navedeni večji delničarji preprečili tudi uvrstitev delnic MKZ na borzo.

3.1.5 PRAVICE VEČINSKIH IN MANJŠINSKIH DELNIČARJEV

Zaradi delničarske strukture v Sloveniji je natančno obravnavanje pravic delničarjev nujno za popolno sliko njihovega sodelovanja pri upravljanju podjetij. Splošno velja, da je ena temeljnih značilnosti kapitalskih družb ravno načelo, da delničarji zlasti na skupščini odločajo o zadevah družbe v skladu z deležem vloženega kapitala. Ker se odločitve kolektivnih teles, kakršno je skupščina, sprejemajo praviloma z večino glasov, govorimo o kapitalski večini.

Upravljalvska upravičenja izvršujejo delničarji na različnih ravneh. Gre zlasti za tri možnosti:

- kolektivno, in po načelu kapitalske večine (navadna ali kvalificirana), izvrševanje upravičenj na skupščini delničarjev;
- kolektivno, vendar ne po načelu kapitalske večine, izvrševanje nekaterih upravičenj, za njihovo uveljavljanje zadostuje že določen manjšinski delež ter
- individualno izvrševanje določenih upravičenj delničarja.

Prvi navedeni način je najbolj običajna oblika izražanja volje delničarjev. Kljub temu, da delničarji oziroma lastniki z izvolitvijo uprave preko nadzornega sveta večino poslov prenesejo nanjo, zase zadržijo kontrolne in nadzorne odločitve (ugotavljanje, ali menedžment ravna smotrno in v skladu z interesi lastnikov ter izbiro menedžmenta) ter usmerjanje podjetja (tesno sodelovanje z menedžerji pri predlaganju ciljev poslovanja, dolgoročnih strateških odločitev, večjih investicij in podobno).

Skupščina družbe je hierarhično gledano najvišji organ delniške družbe, na kateri delničarji praviloma uresničujejo svoje pravice o zadevah družbe. Skupščina odloča o temeljnih vprašanjih družbe, ki se ne nanašajo na vprašanje rednega poslovanja ter vsakodnevnega vodenja tekočih poslov, ampak na razvojna vprašanja ter na določena statusnoorganizacijska vprašanja, ki so povezana s strukturo in delovanjem družbe (Ivanjko, Kocbek, 1996, str. 311).

ZGD v 282. členu taksativno našteva pristojnosti skupščine, in sicer:

- odločanje o uporabi bilančnega dobička,
- sprejemanje letnega poročila (bilanca stanja in izkaz uspeha), vendar le v primeru če ga nadzorni svet ne potrdi oziroma če uprava in nadzorni svet odločita, da se letno poročilo sprejme na skupščini,
- imenovanje in odpoklic članov nadzornega sveta,
- določanje osnovne gospodarske in pravne zgradbe družbe, kot je sprememba statuta, povečanje in zmanjšanje osnovnega kapitala, prenehanje družbe, statusne spremembe pri pripojitvi in spojitvi, preoblikovanje v drugo pravnoorganizacijsko obliko družbe in
- imenovanje revizorja družbe.

Skupščino lahko skličejo uprava, nadzorni svet ali pa manjšina delničarjev, če njihov skupni delež dosega pet odstotkov osnovnega kapitala družbe. Na skupščini se praviloma odloča z navadno večino oddanih glasov delničarjev. Kvalificirano večino (tri četrtine oddanih glasov)

predpisuje ZGD za pomembnejše sklepe, predvsem v zvezi s spremembo statuta ter povečanjem oziroma zmanjšanjem osnovnega kapitala.

Drugi omenjeni način izvrševanja delničarskih pravic je zelo pomemben zlasti v dveh primerih. Prvič, zakon zagotavlja določene pravice delničarjem, ki predstavljajo kapitalsko manjšino. Te pravice so naslednje:

- manjšina delničarjev, ki dosega 5 odstotkov osnovnega kapitala, lahko zahteva sklic skupščine in jo s posredovanjem sodišča tudi sama skliče,
- manjšina delničarjev, ki dosega 5 odstotkov osnovnega kapitala, lahko zahteva objavo predmeta skupščinskega sprejemanja sklepov,
- manjšina delničarjev, ki dosega 10 odstotkov osnovnega kapitala, lahko da predlog sodišču, da iz utemeljenih razlogov odpokliče člana nadzornega sveta, ki zastopa interese delničarjev,
- manjšina delničarjev, ki dosega 5 odstotkov osnovnega kapitala, lahko predlaga imenovanje likvidacijskega upravitelja preko sodišča in
- manjšina delničarjev, ki dosega 10 odstotkov osnovnega kapitala, mora soglašati, ali pa lahko ugovarja odreku oziroma pobotanju odškodninskih zahtevkov v povezavi s kršitvijo skrbnosti in odgovornosti članov uprave.

Drugič, zakon ureja tudi položaj delničarjev v povezanem podjetju, in sicer tistih, ki jih povezava ni zajela. Zato v prvem primeru govorimo o pravicah manjšinskih delničarjev, v drugem pa o pravicah zunanjih delničarjev (Zabel, 1995, str. 613). Obema področjema je skupno, da gre za neko obliko varstva delničarjev, ki so sicer v podrejenem položaju. Vendar pa so cilji, predpostavke, obseg in učinki tega varstva v obeh primerih tako zelo različni, zato jih kaže vseskozi obravnavati ločeno.

Dejstvo je, da obstajajo manjšinske pravice delničarjev le v zvezi z nekaterimi odločitvami, ki jih običajno uveljavljajo veliki strateški lastniki. Gre pravzaprav za nek svojevrsten namen varovanja manjšinskih delničarjev. Večinski delničarji sicer še vedno obdržijo svoje temeljne pravice, ki temeljijo na načelu kapitalske večine ter navsezadnje lahko odločijo drugače, kot želi manjšina. Nikakor pa ni mogoče reči, da so manjšinske pravice namenjene varovanju malih delničarjev družb, v katerih so delnice sicer razpršene (velike delniške družbe z visokim osnovnim kapitalom). V slednjih je, zaradi obsega družb, skoraj nemogoče, da bi se zbralo in dogovorilo tako število malih delničarjev, da bi skupno dosegli z zakonom določeno kvalifikacijo manjšinskih delničarjev. V tesni zvezi s povedano ugotovitvijo pa je še dejstvo, da so zadeve, pri katerih se uveljavljajo manjšinske pravice izrazito upravljske (Ivanjko, Kocbek, 1995, str. 322; Kocbek, 1995).¹³ To pomeni, da bodo te pravice aktualne le v tistih primerih, ko interes delničarjev ni omejen le na dividendo in/ali rast tečaja, kot je to pogosto pri malih delničarjih velikih družb. Manjšinske pravice bodo uveljavljali le delničarji, ki so zainteresirani za upravljanje družbe. Ob uporabi teh pravic pa je potrebno upoštevati njihov relativni pomen.

¹³ Manjšinske pravice so omejene izključno le na formalno vsebino poslovanja družbe, ne pa na njeno materialno poslovanje.

V nobenem primeru ne gre za konflikt med manjšino in večino delničarjev v pomenu, da bi manjšina lahko ovirala, razveljavila ali nadomestila sklep večine (Zabel, 1995, str. 615).

ZGD natančno določa tudi pravice posameznega delničarja, ki jih lahko uveljavlja individualno. Najpomembnejša pravica posameznega delničarja v navezavi z obravnavano tematiko je, da vloži odškodninsko tožbo za škodo,¹⁴ ki mu je bila povzročena v naslednjih odškodninskih razmerjih:

- škoda delničarjem oz. družbi, ki jo je povzročila uprava in nadzorni svet delniške družbe,
- škoda družbi oz. delničarjem v primeru povezanih delniških družb, ki jo je povzročila dominantna (obvladujoča) družba in
- škoda delničarjem, ki jo je povzročil kontrolni delničar (Kocbek, 1996, str. 650).

Podobno pravni temelj za vložitev tožbe ureja ZPre v 72. in 73. členu, kjer določa, da je uprava dolžna vložiti tožbo za povrnitev škode, ki so jo družbi v zvezi z ustanovitvijo povzročili ustanovitelji, oziroma za povrnitev škode v zvezi z vodenjem posameznih poslov družbe, ki je družbi nastala kot posledica kršitve dolžnosti članov uprave in nadzornega sveta, če tako sklne skupščina družbe z enostavno večino glasov. Če predlog za vložitev tožbe na skupščini ni sprejet, lahko tožbo v imenu družbe vložijo delničarji, katerih skupni deleži znašajo najmanj desetino osnovnega kapitala ali nominalni znesek 100 milijonov SIT (derivativna tožba manjšinskih delničarjev).

Nadaljnji problem, ki se pojavlja v povezavi z razmerjem večinskih in manjšinskih delničarjev je informiranost manjšinskih delničarjev. Bistvo učinkovitega upravljanja javnih delniških družb namreč ni izčrpano zgolj z dosego najvišjega možnega dobička, ki je sicer eden izmed glavnih interesov uprave in delničarjev, temveč tudi z zagotovitvijo zadovoljive ravni transparentnosti odločilnih informacij. Rešitev navedenega problema ponuja Kodeks, katerega cilj je izboljšati obveščenost delničarjev in širše investicijske javnosti. To se mi zdi še toliko bolj pomembno, ker se žal iz dneva v dan potrjuje dejstvo, da v veliki večini primerov še vedno obstaja velika informacijska neenakost med večinskimi in manjšinskimi ter med notranjimi in zunanjimi delničarji. V zvezi z obveščanjem tako Kodeks najprej poudarja pomembnost tekočega obveščanja javnosti:

- o poslovanju družb z objavo nerevidiranih letnih računovodskih izkazov,
- s povzetkom polletnega in letnega poročila, četrtnih rezultatov in izdelanih ocen preteklega poslovanja,
- o morebitnih odstopanjih od napovedanega ter napovedi prihodnjega poslovanja.

Izrecno je opozorjeno, da morata biti letno in polletno poročilo sestavljena jasno in pregledno, izkazovati morata resničen in pošten prikaz premoženja in obveznosti družbe, njenega finančnega položaja in obetov v prihodnosti, poleg tega pa naj vključujeta tudi razumljiv

¹⁴ Vsekakor je potrebno omeniti, da so temeljne pravice vsakega delničarja glasovanje za sklepe na skupščini, pravica do izplačila dividende, pravica do obveščenosti, pravica do vseh vrst transakcij z delnicami itd. Omenjene pravice podrobneje niso obravnavane, so pa v različnih poglavjih omenjene njihove posamezne specifičnosti.

komentar in analizo uprave o poslovanju družbe v določenem letu. Obenem Kodeks opozarja na dolžnost objavljanja vseh ostalih cenovno občutljivih informacij, sprejetih sklepov nadzornega sveta, podatkov o spremembah lastniške strukture in navzkrižne povezanosti z drugimi družbami, o prevzemnih aktivnostih, vstopu in umiku z organiziranega trga, podatkov o deležih vrednostnih papirjev družbe v lasti članov uprave in nadzornega sveta, dejavnih tveganja itd. Glede načina zagotavljanja javnih objav Kodeks določa, da morajo vsebovati vse informacije, ki investitorjem omogočajo presojo položaja in oceno vpliva poslovnega dogodka na ceno vrednostnega papirja, pri čemer si mora družba prizadevati, da zagotovi ustrezno objavo, takoj ko je to mogoče, in sicer bodisi v dnevniku, ki izhaja na celotnem območju Republike Slovenije, bodisi prek sistema elektronskega obveščanja borze (Šercer, 2004, str. 6).

3.1.6 STRUKTURA DELNIČARJEV V SLOVENIJI

Slovenski sistem upravljanja podjetij se razlikuje tako od zunanega (prodaje in nakupi delnic) kot od notranjega (glasovanje na skupščini družbe) sistema. Na osnovi empirične analize glasovalnih pravic v 136 podjetjih, ki so bila v začetku leta 2001 uvrščena na uradni ali prosti trg Ljubljanske borze, in v 578 podjetjih, ki ne kotirajo na trgu, avtorji ugotavljajo, da so bile tri leta po zaključku lastninskega preoblikovanja (2001) glasovalne pravice v Sloveniji razmeroma razpršene, vsaj v odnosu do drugih tranzicijskih držav in kontinentalno-evropskih držav. Med največjimi lastniki slovenskih podjetij najdemo pooblaščenke investicijske družbe, državna sklada, druga nefinančna podjetja¹⁵ in delavske družbe pooblaščenke (Gregorič, Prašnikar, Ribnikar, 2001, str. 1; Gregorič, Vespro, 2003, str. 7).

Na prikazano lastniško strukturo v gospodarskih družbah je v Sloveniji vplival predvsem način privatizacije oziroma lastninjenja družbenega premoženja po letu 1991 in transakcijski stroški na finančnih trgih (Simoneti et al., 2001). Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij je predvidel naslednjo shemo lastninskega prestrukturiranja:

- 20 odstotkov delnic se prenese na paradržavne sklade, in sicer 10 odstotkov na pokojninski sklad in 10 odstotkov na odškodninski sklad,
- 20 odstotkov delnic se prenese na zasebne privatizacijske sklade (pooblaščenke investicijske družbe – PID-e), ki zberejo del lastniških certifikatov od slovenskih državljanov,
- 20 odstotkov delnic se pod ugodnimi pogoji zamenja za lastniške certifikate notranjih lastnikov (menedžerji, zaposleni in bivši zaposleni) ter
- 40 odstotkov delnic se lahko alternativno nameni:
 1. za odkup s strani notranjih lastnikov pod ugodnimi pogoji,
 2. za zamenjavo z lastniškimi certifikati državljanov preko javnih prodaj delnic,
 3. za zamenjavo z lastniškimi certifikati, zbranimi v PID-ih,
 4. za odkup s strani strateških lastnikov.

¹⁵ Termin vključuje podjetja, ki niso banke, zavarovalnice in investicijski skladi.

Ker je bil četrti način privatizacije alternativen, se podjetja niso odločala za prodajo delnic strateškim lastnikom, temveč so menedžerji in zaposleni v veliki večini primerov izkoristili svojo predkupno pravico. Preostale delnice (v okviru 40 odstotkov) pa so bile ali zamenjane za certifikate ali ponujene v javni ponudbi. Način privatizacije naj bi oblikoval naslednje vrste podjetij (Simoneti et al., 2001):

- javna podjetja, le-ta so nenatančno rečeno tista, ki kotirajo na borzi,
- notranja nejavna podjetja, kjer so večinski delež pridobili notranji lastniki, in
- zunanja nejavna podjetja, kjer notranji lastniki niso dobili večinskega deleža.

Nadaljnje so se v Sloveniji izoblikovale naslednje značilnosti, povezane z vrsto lastništva privatiziranih podjetij v letu 1995 (Simoneti et al., 2001):

- Notranji lastniki so prevzemali v povprečju dobra podjetja (merjeno s finančnimi kazalci), najboljša so končala na borzi in najslabša so ostala zunanjim lastnikom.
- Že na samem začetku se je izoblikovalo relativno koncentrirano lastništvo, med velikimi delničarji ni bilo nobenih strateških lastnikov, kot veliki delničarji pa so nastopali državna sklada in PID-i.
- Oblikovali sta se homogeni skupini notranjih in zunanjih lastnikov.
- V javnih podjetjih je stopnja koncentracije po skupinah lastnikov najnižja, saj se nobena skupina ne približuje 50-odstotkom delnic.
- V zunanjih podjetjih nobena skupina nima nad 50 odstotkov, notranji lastniki imajo v povprečju 40 odstotkov delnic ter skladi 45 odstotkov.

Avtorji empiričnih raziskav slovenskega korporacijskega upravljanja ob zaključku privatizacije nadalje ugotavljajo (Bohinc, 2001):¹⁶

- za slovensko poprivatizacijsko gospodarstvo je značilna struktura institucionalnega lastništva,
- država še vedno obvladuje precejšen del gospodarstva,
- obstaja precejšen delež notranjega lastništva,
- institucionalni delničarji postajajo dejavnejši in profesionalni, vendar ne v smislu strateških lastnikov,
- država se kot lastnik obnaša podobno kot drugi institucionalni lastniki,
- zaposleni kot notranja skupina so dobro organizirani in ukrepajo v skladu s svojimi interesi in
- razpršeni delničarji nimajo vpliva na odločanje v korporaciji.

Zanimiva je predstavitev strukture delničarjev na delniških skupščinah v Sloveniji v letu 2001 na osnovi podatkov družbe Socius d.d. Njihova raziskava namreč temelji na dejanskem uveljavljanju pravic. Skratka, v Sloveniji prevladujejo glasovi zbrani v organiziranem zbiranju

¹⁶ Rezultati so podani na podlagi podatkov iz 193 anketiranih podjetij in podatkov s strani Klirinško depotne družbe (KDD), ki je posredovala podatke o lastniški strukturi 160 družb, ter na podlagi podatkov iz Simoneti et al., 2001. Institucionalni lastniki so v navedeni literaturi definirani kot državna sklada, večje banke, zavarovalnice ali investicijske družbe ali neposredno država na nacionalni ali regionalni ravni.

glasov (*proxy* glasovi) – 24,92 odstotkov, sledijo deleži v lasti drugih pravnih oseb – 22,15 odstotkov, na tretjem mestu so PID-i – 16,95 odstotkov, nato državna sklada (SOD – 11,00 odstotkov in KAD - 9,16 odstotkov). Država ima v povprečju 7,36 odstotkov delež, fizične osebe 4,89 odstotkov, banke pa le 2,01 odstotkov. Zanimljivo majhna sta deleža menedžmenta 0,76 odstotkov in notranjih delničarjev 0,71 odstotkov.

Kljub temu, da slovenski delničarji posamično pogosto nimajo kontrolnih deležev glasov, je delež delnic, ki niso prosto razpršene na trgu (*dispersed*) relativno visok; pet največjih lastnikov na primer obvladuje več kot 60 odstotkov glasov, kar pomembno omejuje likvidnost delnic (v podjetjih, katerih delnice kotirajo na trgu vrednostnih papirjev). Bistveno višja (tako z vidika posameznega delničarja kot z vidika skupine največjih delničarjev) je koncentracija lastništva v podjetjih, katerih delnice niso uvrščene na trg kapitala. V zadnjih letih je tudi znatno opazen trend konsolidacije lastništva, to je povečevanja lastniških deležev največjih lastnikov (glej na primer Damijan, Gregorič, Prašnikar, 2004; Gregorič, Vespro, 2003). Slednje je najbrž posledica nizkega obsega in kakovosti delničarskih pravic in/ali njihove slabe pravne zaščite oziroma neučinkovitih pravnih institucij, saj delničarji navadno nadomestijo slabše pravice in njihovo varovanje s tem, da koncentrirajo lastništvo delnic in s tem delež pravic, ki jih lahko uveljavijo v družbi. Vprašanje, ki se zastavlja, je torej naslednje: Ali je koncentracija lastništva odziv na slabše pravno stanje ali odziv na ekonomsko stanje? Čeprav so nekateri avtorji pokazali, da začetna delitev delnic pri privatizaciji ni nujno odločilna, je najbrž ravno model privatizacije v veliki meri vplival na sedanjo delničarsko strukturo. Obstoj transakcijskih stroškov pri prodaji in nakupu delnic podjetij namreč lahko onemogoči oz. oteži vzpostavitev optimalne delničarske strukture (Coase, 1960). Glede na to, da delničarska struktura v Sloveniji ni optimalna, je nujno, preko izboljšanja pravnih pravil in učinkovitosti zaščite pravic ter učinkovitih pravnih institucij, zmanjšati transakcijske stroške na finančnih trgih ter s tem omogočiti vzpostavitev optimalne delničarske strukture.

3.1.7 PRODAJA DELNIC

Kot je bilo omenjeno že v prejšnjem poglavju je razdelitvena privatizacija v Sloveniji vzpostavila dva temeljna tipa podjetij: javna podjetja (javna prodaja delnic) ter nejavna podjetja (večinski zunanji ali večinski notranji). (Simoneti et al., 2001, str. 6 in nasl.)

Lastniška struktura nejavnih delniških družb, ki izhaja iz privatizacije, je na prvi pogled idealna za prevzem. Delež zunanjih institucionalnih lastnikov namreč znaša kar 40 - 60 odstotkov delnic takšnih podjetij; slednji lahko tako z nekaj nadaljnjimi odkupi delnic od malih delničarjev (prevzem) kaj kmalu pridobijo želeni večinski delež. S tem lahko potencialno vzpostavljajo nekakšen zunanji mehanizma nadzora, ki omogoča zaščito interesov delničarjev pred neučinkovitim in nesposobnim menedžmentom družbe. Prevzem podjetij in posledično zamenjava uprave, ki ne zadovoljuje pričakovanj delničarjev, je namreč (zlasti v ZDA in Veliki Britaniji) alternativa notranjim mehanizmom nadzora nad upravo, za katerega je v prvi vrsti odgovoren nadzorni svet (oziroma neodvisni člani uprav).

Večina izvedenih prevzemov v Sloveniji je horizontalnih (prevzemanje konkurenčnih podjetij) s ciljem povečanja konkurenčnosti na prodajnih trgih in koncentracije lastništva s prevladujočimi kratkoročnimi finančnimi cilji ter s težnjo zagotovitve kontrole nad podjetjem. Veliko manj je vertikalnih prevzemov (prevzemanje dobaviteljev ali trgovcev). Področje prevzemov v Sloveniji učinkovito in sistematično ureja ZPre. Ponudba za odkup delnic je obvezna v primeru koncentracije lastništva posameznih in povezanih oseb v javnih delniških družbah, v kolikor določen delničar posamično ali skupaj s povezanimi osebami, preseže 25 odstotkov glasov. Ponudbo za prevzem je potrebno podati tudi v primeru zbiranja pooblastil za glasovanje in sklepanja glasovalnih koalicij, v kolikor velikost zbranega deleža glasov preseže 25 odstotkov. Zakon temelji na naslednjih načelih:

- enako obravnavanje vseh delničarjev,
- obvezna ponudba za prevzem, če velikost kontrolnega deleža preseže z zakonom določen prag (*mandatory bid*),
- dolžnost razkritja podatkov,
- omejitev določenih obrambnih dejanj, ki bi preprečevale prevzem,
- zagotovitev ustreznega roka, ki je potreben za oblikovanje odločitve glede sprejema ponudbe za prevzem,
- preprečitev oblikovanja napačnih cen na trgu vrednostnih papirjev,
- zagotovitev nemotenega poslovanja ciljne družbe med ponudbo za prevzem in po njej,
- možnost konkurenčne ponudbe za prevzem s strani tretje osebe in
- seznanjanje delavcev s cilji družbe glede ponudbe in o nameri prevzemnika glede prihodnjega upravljanja prevzete družbe.

ZPre pa v 80. členu vsebuje posebne določbe o ponudbi za odkup vrednostnih papirjev, izdanih v postopku lastninskega preoblikovanja podjetij. Izjemoma za trgovanje med Kapitalno družbo, Slovensko odškodninsko družbo ter pooblaščenimi investicijskimi družbami določa, da so dolžni dati javno ponudbo šele, ko je presežen prag 40 odstotkov (splošno pravilo določa 25 odstotkov) glasovalnih pravic posameznega podjetja.

Država ima pomembno vlogo pri koncentraciji lastništva, saj preko Agencije za trg vrednostnih papirjev in Urada za varstvo konkurence presoja prevzeme z vidika postopkovnih in konkurenčnih kršitev. Potrebno pa je omeniti, da je njun nadzor v nekaterih primerih nejasen, saj je v razmerah prikritega prepletenega lastništva in ohlapne definicije povezanih oseb objektivna ocena o povezanih osebah težavna. Neučinkovitost veljavne zakonodaje smo opazili tudi pri prevzemu Pivovarne Union d.d., ko se je Pivovarna Laško d.d. preko povezanih oseb kljub preseženemu 25 odstotkov pragu glasovalnih pravic izognila uporabi ZPre. Po sedanji zakonodaji imajo formalno nepovezane osebe (kljub dejanski povezanosti) proste roke za kopičenje delnic na prikrite načine (Simoneti et al., 2001, str. 71 in nasl.). Navsezadnje pa je Pivovarna Laško d.d., kljub temu da je preko dejansko povezanih oseb že v začetku prevzemnega postopka s strani Interbrewa združevala več kot 25 % delnic Pivovarne Union d.d. in bi morala po pravilih ZPre objaviti konkurenčno ponudbo za odkup, s prevzemom na podlagi

druge odločbe Urada za varstvo konkurence (v nadaljevanju UVK) maja 2005 uspela. Povsem enako je UVK odločil že julija 2003, in sicer je prevzem Pivovarne Laško dopustil iz razloga, da na trgu piva ni koncentracije, saj je imela Pivovarna Laško manj kot 50 % delnic Pivovarne Union (konkretno 47,8 %). (Bertoncelj, Humar D., 2003) Februarja 2005 pa je Pivovarna Laško odkupila delnice, ki jih je v času prevzemnega postopka pridobil Interbrew, in tako povečala svoj lastniški delež v Pivovarni Union na 95,173 % (Finance, 2005). UVK pa je maja 2005 po razveljavljeni prvi odločbi s strani Upravnega sodišča Republike Slovenije izdal novo odločbo, s katero je Pivovarni Laško po opravljeni natančni analizi koncentracije na nacionalnem trgu piva (Bošnik, 2005) izdal brezpogojno soglasje za prevzem Pivovarne Union. Ob izidu zadnje odločbe se zastavlja vprašanje, ali gre za povsem politično odločitev v skladu z izoblikovanim mnenjem slovenske politike glede nacionalnega interesa,¹⁷ ali za odločitev, ki temelji na zakonitih ter strokovno izdelanih analizah upoštevnega trga piva.

¹⁷ Več o tem *vide infra* poglavje 6.1. »V zadnjem času ima slovenska politika jasno strategijo v odnosu do slovenskih podjetij. Ta se kaže v razumevanju koncepta in pomena združene slovenske industrije pijač, predvsem s strani ministrstva za gospodarstvo.« (Rednak, 2005)

4 KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE TER PRODAJA DRUŽB V DRŽAVNI LASTI¹⁸

Državno lastništvo je nastalo v prvi polovici 20. stoletja predvsem zaradi želje po odpravi napak trga (*market failure*) in doseganju večje družbene enakosti z zagotavljanjem javnih dobrin in storitev. Skratka, razlogov za državne posege v gospodarstvo in s tem razraščanje javnega sektorja je mnogo: poleg že omenjenih dveh tudi obstoj meritornih dobrin oziroma dobrin posebnega družbenega pomena (Stanovnik, 1998, str. 4),¹⁹ makroekonomska stabilizacija, težko določljivi nacionalni interes, politični interesi in želja vodilne politične sile po ohranitvi oblasti v državi. Kasneje so ekonomisti postali pozorni na neučinkovitost, slabo vodenje, netransparentnost, nizko produktivnost, previsoke stroške, državne posege na trgu, premajhno konkurenco ter nekakovost izdelkov družb v državni lasti. Opozarjali so, da imajo, tako kot trg, tudi državni posegi napake (*government failure*) in zato, čeprav dobronamerni, niso brez škodljivih posledic (Boycko, Shleifer, Vishny, 1996; Glaeser, 2001; Jang, 2000, str. 4). Zaradi vsega tega in več drugih razlogov (npr. zmanjšati proračunski primanjkljaj, izboljšati učinkovitost, privabiti tuje investicije) so zahodnoevropske države postopoma začele privatizirati družbe v svoji lasti (Mohboobi, 2001, str. 43).

V Sloveniji se proces privatizacije odvija že od leta 1992.²⁰ Le-ta pa ni bil izpeljan v celoti, kajti država je ostala največji neposredni posamični delničar v javnih podjetjih, ki opravljajo javne službe, kot so komunalne storitve, proizvodnja, distribucija in dobava električne energije, fiksna telefonija, dobava pitne vode in javni potniški železniški promet ter v državnih bankah, neprivatiziranih zavarovalnicah itd.

Podatki o neuspehih podjetij v državni lasti so v zadnjih letih vse pogostejši, zato sta izredno zanimivi postali vprašanji, ali je državno lastništvo nujno manj učinkovito od zasebnega ter ali je bolj učinkovito, če država sama zagotavlja določene dobrine in storitve oziroma to prepusti trgu, sama pa dejavnost pravno uredi in za dobrine plača.

¹⁸ Pri obravnavi problema korporacijskega upravljanja družb v državni lasti so kot državne družbe mišljene vse družbe v neposredni večinski državni lasti, tako tiste, ki opravljajo javne službe, kot so npr. proizvodnja, distribucija in dobava električne energije, stacionarna telefonija, komunalne storitve, ki so ob državnem lastništvu tudi strogo regulirane, kot tiste, ki so v lasti države zaradi nacionalnega interesa, med katere uvrščamo zlasti banke, zavarovalnice, naftne družbe ter upravnike letališč in pristanišč.

¹⁹ Za državno oskrbo s temi dobrinami obstaja nek javni interes, čeprav so po svoji naravi t.i. zasebne dobrine, torej dobrine, pri katerih je možno tehnično izključiti posameznika iz potrošnje in kjer je potrošnja konkurenčna (mejni stroški oskrbe dodatne osebe niso enaki nič, potrošnja dodatne osebe vpliva na razpoložljivost dobrine). Med meritorne dobrine se uvršča zdravstvo, šolstvo, socialno zavarovanje.

²⁰ Privatizacijo nekateri avtorji enačijo s pojmom lastninskega preoblikovanja podjetij (Žnidaršič, 1999). Avtorica definira privatizacijo tako: »Privatizacija ali olastninjenje podjetij je lastninsko preoblikovanje podjetij z družbeno lastnino v podjetja s privatno lastnino oziroma z znanimi lastniki na celotnem trajnem kapitalu preoblikovanega podjetja z namenom doseči učinkovitejše poslovanje podjetij.« Drugi avtorji pa med obema pojmomoma razlikujejo (Ribnikar, 1998). Avtor smatra izraz privatizacija kot napačen in govori o lastninskem preoblikovanju podjetij, kjer odprava družbene lastnine podjetij pomeni odpravo razmer, ko nobena pravna ali fizična oseba nima terjatev do podjetij v višini tistega dela pasiv, kjer ne gre za dolgove bank in drugih upnikov oziroma odpravo razmer, ko nihče ni lastnik nedolžniškega kapitala podjetij.

4.1 RAVNANJE VLADE V DRUŽBAH V DRŽAVNI LASTI

V teoriji obstajata dve izhodišči, na podlagi katerih se ocenjuje ravnanje vlade v državnih podjetjih:

1. Politični trgi so učinkoviti in vlada maksimira družbeno blaginjo.
2. Politični trgi so neučinkoviti. V tej situaciji imajo državni akterji možnost maksimirati svojo lastno korist v obliki volilnih glasov, dohodka ali uslug na škodo javne koristi (Shirley, Walsh, 2000; Shleifer, Vishny, 1998).

1. Vlada maksimira družbeno blaginjo

Kadar politični trgi delujejo učinkovito, uradniki in politiki ravnajo kot zvesti zastopniki državljanov, saj jih politična konkurenca sili, da uskladijo svojo politiko z interesi volivcev in delajo v njihovo korist. Predsednik uprave državne družbe tako daje prednost javni koristi pred dobičkom, pri čemer dobiček, ki bi bil ustvarjen, porabi za različne cilje, ki so zelo pogosto oddaljeni od javnih koristi.

Izsledki empiričnih študij še niso uspeli dokazati, da državna podjetja v resnici poslujejo na opisan način. Nekateri avtorji navajajo, da naj bi bilo za državno podjetje običajno, da učinkovitost sama po sebi nikoli ni cilj družbe v državni lasti (Backhaus, 1999, str. 185 in nasl.). Praviloma ta svoj osnovni namen (to je javna korist) uresničujejo na zadovoljivi ravni, ki je določena politično, ostali cilji pa so v celoti v diskreciji politike. Ob predpostavki, da vlada maksimira družbeno blaginjo, je kljub nekaterim prednostim državnih podjetij treba poudariti, da je nepopolnosti trga, zaradi katerih je neka dejavnost v državnih rokah, mogoče odpraviti učinkoviteje z regulacijo in obdavčenjem oziroma s podelitvijo koncesij. Za družbo v državni lasti je obenem značilno, da izgubo iz poslovanja pokriva iz državnega proračuna, ter da poskuša uresničevati večje število ciljev. Nedefiniranost cilja oziroma obstoj več nasprotujočih si ciljev je pogosto le krinka za slabo poslovanje družb.

2. Vlada maksimira zasebne koristi

Ekonomisti, ki proučujejo državno lastništvo, navajajo, da je predpostavka o dobronamerni vladi nerealna, saj imajo tudi politični trgi pomembne pomanjkljivosti (*grabbing hand model*) (Stiglitz, 1988). Medtem ko vlade v nedemokratičnih sistemih sploh nimajo konkurence (oziroma je sprememba vlade povezana z izredno visokimi transakcijskimi stroški, kot je npr. državni udar), so demokratični politični trgi neučinkoviti zaradi problematičnega odnosa med volivci in politiki, ki ga lahko opredelimo kot problem med zastopanim in zastopnikom. V takih sistemih vlada nima motiva za povečevanje družbene blaginje, vsaj dokler ji zadošča, da ostane na oblasti.

Po povedanem v zvezi s temeljno dilemo državnega ali zasebnega lastništva je očitno, da so – celo če se predpostavi, da vlada deluje tako, da maksimira družbeno korist – državna podjetja le

v izjemnih primerih učinkovito zdravilo za nepopolnost trgov proizvodov. Načeloma so učinkovitejše naslednje rešitve: i) regulacija, ii) pogodbeno sodelovanje ali iii) prosta prepustitev trgu, zlasti kadar bi državni poseg povzročil več stroškov kot koristi, oziroma kadar nepopolnost državnega posega povzroča višje stroške kot nepopolnost trga, ki jo skuša država s posegom odpraviti. Če zanemarimo številne študije, ki potrjujejo tezo, da se država ne trudi vselej povečevati družbene blaginje, temveč skrbi za svoje koristi, se odpira vprašanje, ali so vlade sposobne podjetja voditi tako učinkovito kot zasebni lastniki. Nadalje je treba ugotoviti, ali je tako za državne kot tudi zasebne družbe primernejši enoten sistem pravil, ali pa so podjetja v državni lasti specifična in za doseganje učinkovitih rezultatov zahtevajo posebna pravila korporacijskega upravljanja.

4.2 POSEBNOSTI KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA DRUŽB V DRŽAVNI LASTI TER PONAZORITEV NA PRIMERU KAPITALSKE DRUŽBE IN SLOVENSKE ODŠKODNINSKE DRUŽBE

Številni problemi zaradi ločitve med osebami, ki so delničarji, in tistimi, ki opravljajo funkcijo nadzora, se pojavljajo tako v zasebnih družbah kot tudi v družbah v državni lasti. Zato naj bi po mnenju nekaterih avtorjev ne bilo razlike med državnim in zasebnim lastništvom. Poslovanje tako državnih kot velikih zasebnih družb naj bi bilo odvisno od vodstvene kulture podjetja ter določnosti ciljev in namenov družbe. Kadar so cilji nejasni in nasprotujoči ter učinkovitost ni del vodstvene kulture, je poslovanje družb slabo, ne glede na lastništvo (Vernon-Wortzel, Wortzel, 1989 v Shirley, Walsh, 2000, str. 29).

Kljub vsemu navedenemu pa med ekonomisti prevladuje prepričanje, da obstajajo pomembne razlike v korporacijskem upravljanju med družbami v državni lasti in zasebnimi družbami, ter da te razlike vplivajo na poslovanje in rezultate družb, kar potrjujejo tudi empirični podatki. Strokovnjaki navajajo naslednje poglobitve razlike med državnimi in zasebnimi družbami v:

- ciljih družb v državni lasti ter zahtevnosti ocene poslovanja;
- konfliktnih interesov v državnih družbah, ki se razlikujejo od tistih v zasebnih družbah;
- sistemu nadzora;
- spodbudah upravi;
- možnosti stečaja ter
- možnosti prevzema kot učinkovitega načina za izboljšanje korporacijskega upravljanja družb.

4.2.1 CILJI PODJETIJ V DRŽAVNI LASTI

Skladno s teorijo ekonomike blagostanja naj bi imela podjetja v zasebni lasti en sam prevladujoč cilj, to je maksimiranje vrednosti za delničarje. Ob predpostavki, da so vsi ostali udeleženci v družbi (to so zaposleni, upniki, dobavitelji surovin, lastniki stavb in zemljišč, na katerih stoji obrat, in drugi) plačani za svoj vložek sorazmerno s produktivnostjo, so delničarji tista skupina udeležencev v družbi, ki ji pripada preostali delež. Če podjetje posluje z izgubo, je donos

naložbe delničarjev negativen in je vrednost njihovega premoženja manjša. Če pa podjetje posluje z dobičkom, slednji pripada delničarjem. V praksi cilj maksimiranja dobička pogosto ni edini cilj, ki ga družba prek dejanj vodstva uresničuje. Razlog je bodisi slab nadzor nad delom uprave, bodisi se cilj maksimiranje vrednosti za delničarje zlorablja za doseg drugih ciljev (npr. bogatenje uprave na račun družbe).

Za podjetja v državni lasti je značilno, da so v državni lasti prav zato, ker javna korist narekuje sočasno uresničevanje več ciljev, ki so si pogosto nasprotujoči. Avtorji med cilji državnih podjetij navajajo (poleg maksimiranja vrednosti) naslednje cilje: i) ohranjanje in povečanje zaposlenosti ter ii) cilje konkurenčne, regionalne, demografske, zunanje, kulturne, socialne, okoljske in obrambne politike. Pravzaprav lahko država vsako politično odločitev opredeli kot cilj državnega podjetja. Nekateri avtorji navajajo, da naj bi bilo neupoštevanje maksimiranja dobička kot cilja državnega podjetja koristna, saj naj bi omogočalo odgovorno uresničevanje nefinančnih in/ali redistributivnih ciljev. Državno lastništvo naj bi omogočalo državi, da določa cene in standarde, ki so v javnem interesu, ter onemogoči zlorabo monopolnega položaja (Bouckaert, De Geest, 2000, str. 154). Kljub vsemu pa je potrebno poudariti, da so raznoliki in nejasno določeni cilji ter odsotnost cilja maksimizacije vrednosti premoženja med glavnimi vzroki za neučinkovitost in slabo poslovanje državnih podjetij. Obenem so, kot že omenjeno, državnim menedžerjem različni cilji lahko izgovor za slabo poslovanje družb (Backhaus, 1999, str. 191).²¹

Nadzor nad delovanjem oziroma ovrednotenje družbe, ki ima zasebne lastnike in sledi le enemu cilju, je pogosto zahtevna. Uprava lahko nižje dobičke kratkoročno opravičuje s trditvijo, da dolgoročni investicijski projekti, v katere je družba vlagala, še ne prinašajo dobička oziroma krivdo zanje prenese na gospodarsko recesijo. Ocena delovanja je še zahtevnejša v primeru državnih podjetij. Ne le, da imajo le-ta več ciljev, cilji običajno niso dovolj natančno določeni, poleg tega pa jih je zahtevno ali celo nemogoče stroškovno in kvantitativno opredeliti (npr. nacionalni interes kot cilj družbe), pogosto pa jih tudi ni mogoče uresničevati hkrati. V državnih podjetjih je težko ali celo nemogoče oceniti, do katere mere so bili cilji doseženi in zlasti, koliko je to vredno. Delovanje državnih podjetij se zato pogosto vrednoti postopkovno: ocenjuje se, kako dosledno uprava državnega podjetja sledi utečeni rutini in kako uspešno se spopada z državno upravo. Kadar je ocena poslovanja tako zahtevna kot v primeru državnih podjetij, je tudi nadzor njihovega poslovanja zahteven, saj je v takem položaju zelo težko, če ne celo nemogoče, oblikovati učinkovito strukturo spodbud upravi za čim bolj učinkovito delovanje (Stiglitz, 1988, str. 202 in nasl.).²² Državna podjetja se vrtijo v začaranem krogu, kjer hkrati uresničujejo več nedoločnih ciljev, zaradi česar je ocena poslovanja zahtevna, s tem pa tudi nadzor nad delovanjem državnih podjetij. Zato je praktično nemogoče oblikovati učinkovit sistem vzpodbud (oziroma učinkovit sistem korporacijskega upravljanja državnih podjetij) državnim menedžerjem; jih spodbuditi, da bi poslovali učinkovito, da bi zmanjšali stroške ali

²¹ »Public enterprises serve multiple purposes, and the multiplicity of purposes serves as a cover-up for a lot of slack.«

²² Več o tem *vide infra* poglavje 4.2.4 o spodbudah upravi.

spodbujali inovacije in razvoj. Iz tega razloga je prav raznolikost ciljev med glavnimi razlogi za manjšo učinkovitost podjetij v državni lasti.

Predstavljene posebnosti ciljev, ki jih zasleduje država v svojih podjetjih, je najlažje ponazoriti z vlogo državnih ciljev v Kapitalski družbi in Slovenski odškodninski družbi. Bistveni cilj, ki ga država zasleduje z obema državnima skladoma je izpolnjevanje finančnih obveznosti države, ki jih je ta prevzela na podlagi različnih zakonov, oziroma preprečiti nastanek primanjkljaja v državnem proračunu zaradi teh obveznosti v prihodnosti (Simoneti et al., 2001, str. 81 in nasl.).

Prvotno je bila leta 1992 Kapitalska družba (v nadaljevanju KAD) ustanovljena na podlagi tedaj veljavnega Zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (v nadaljevanju ZPIZ) pod imenom Kapitalski sklad, in sicer kot notranja enota Zavoda za pokojninsko in invalidsko zavarovanje Slovenije (v nadaljevanju Zavod). Leta 1996 se je preoblikovala v delniško družbo in v letu 2000 v Kapitalsko družbo d.d. Njen temeljni namen je bil pokrivanje primanjkljaja v pokojninski blagajni pri prehodu na naložbeni sistem. Obveznosti KAD do državnega proračuna pa se običajno načrtujejo letno in uprava nima možnosti, da zahteve vlade zavrne. Tako je vlada – po besedah nadzornega sveta KAD nepričakovano - naložila KAD-u, da mora v letu 1999 plačati ZPIZ za pokritje pokojninskega primanjkljaja 3 milijarde SIT, v letih 2000 in 2001 12 milijard SIT, v letu 2002 prav tako 12 milijard SIT ter v letih 2003 in 2004 še dodatnih 12,8 milijard SIT (skupaj je KAD ZPIZ-u do vključno leta 2003 zagotovila že 38,1 milijarde SIT) (Grgič, 2002, str. 9; Letno poročilo KAD za leto 1999, str. 3; Letno poročilo KAD za leto 2002, str. 7; Letno poročilo KAD za leto 2003, str. 21). Zaradi tega je bila KAD prisiljena prodajati vrednostne papirje in zmanjševati bančne depozite, s čimer se je njeno premoženje zmanjšalo. V letu 1999 je država z Zakonom o Prvem pokojninskem skladu RS in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (v nadaljevanju ZPSPID) podelila KAD v upravo tudi Prvi pokojninski sklad (prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje po ZPIZ-1²³), s čimer je časovni okvir obstoja KAD tudi dejansko postal neomejen. Problem Prvega pokojninskega sklada naj bi bila zlasti neustrezno zakonsko oblikovana merila za upravljanje s premoženjem skladov in izplačevanje pokojnin. Upravljanje in izplačevanje bi bilo treba ločiti, saj sicer prihaja do t.i. moralnega tveganja, to je izplačevanje pokojnin eni generaciji na račun in v škodo druge generacije zavarovancev (Simoneti et al., 2001, str. 82 in nasl.). V primeru KAD je država lastnica vseh delnic KAD, le-te pa ne kotirajo. Če KAD ne bi bilo treba na podlagi sklepov vlade pokrivati primanjkljaja Zavoda, bi poslovala z dobičkom, država pa bi kot edina lastnica lahko prejela dobiček v obliki dividend. Vendar KAD že več let posluje z izgubo, zaradi katere je primorana prodajati svoje premoženje (premoženje KAD se je med letoma 1999 in 2000 zmanjšalo za slabo milijardo SIT). Ravnanje vlade kot izvajalke lastniških upravičenj, ki želi, da KAD po eni strani posluje kot investicijska družba, po drugi strani pa kot donator nepovratnih sredstev, očitno vpliva na poslovanje KAD in ji onemogoča dolgoročno načrtovanje poslovanja. Že v letu 1999 se je KAD pripravljala na nakup donosnih tujih vrednostnih papirjev, vendar pa ji zaradi pomanjkanja likvidnih sredstev to doslej še ni uspelo (Letno poročilo KAD za leto 1999; Letno poročilo KAD za leto 2000). Država naj bi sicer razmišljala o potencialni prodaji

²³ Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju iz leta 1999.

dela lastniškega kapitala KAD, ki ga ima v obliki navadnih delnic (Letno poročilo KAD za leto 2000, str. 5), vendar pa tega nedvomno ne bo mogoče izvesti, dokler bo vlada lahko nepredvideno nalagala KAD breme primanjkljaja Zavoda. Vse dotlej namreč KAD ne bo mogla poslovati kot običajna finančna institucija. Morebitnemu zunanjemu delničarju se naložba v tako »obremenjeno« podjetje najbrž ne bi izplačala, država pa bi ob morebitni prodaji delnic KAD iztržila bistveno manj, kot bi lahko, če ne bi mogla posegati v poslovanje KAD, bodisi z nalaganjem novih obveznosti bodisi s poseganjem v vodstveno strukturo KAD.

Slovenski odškodninski sklad je bil ustanovljen leta 1993 z Zakonom o slovenskem odškodninskem skladu (v nadaljevanju ZSOS), in sicer kot finančna organizacija za poravnavo obveznosti denacionalizacijskim upravičencem. Le-ta je določil, da je SOD delniška družba, čeprav je v sami firmi še vedno ohranil ime sklad. Statut je njeno ime dokončno spremenil v Slovensko odškodninsko družbo (v nadaljevanju SOD). Za izpolnjevanje svojih nalog SOD izdaja obveznice in druge vrednostne papirje ter upravlja s premoženjem, ki ga je pridobila na podlagi zakonov o lastninjenju. Na podlagi sklepov vlade je SOD do konca leta 2003 izdala za okoli 126 milijard SIT obveznic, katerih zadnji kupon zapade v plačilo leta 2016.

Skupni obseg obveznosti SOD še ni znan, vendar pa naj premoženje SOD ne bi zadoščalo za njihovo poravnavo. Ocenjeni primanjkljaj med premoženjem in obveznostmi družbe znaša namreč med 88,7 in 173,9 milijard SIT oziroma nekaj milijard manj ob upoštevanju tržne vrednosti delnic. Potrebno pa je vedeti, da bi ob več ugodnih razpletih, kot je bila na primer prodaja Leka d.d. (po ceni za delnico, ki je bila skoraj 2,5 krat večja od tržne vrednosti), država lahko popolnoma zakrpala primanjkljaj brez prenosov dodatnega premoženja na SOD. Država pa kljub vsemu razmišlja o prenosih novega premoženja na SOD v procesu privatizacije finančnih institucij in državnih podjetij. Ob tem država tudi prenaša nove in nove obveznosti na SOD, zaradi katerih je utemeljeno sklepati, da bo SOD obstajala kot finančna institucija tudi po letu 2016 (Letno poročilo nadzornega sveta SOD za leto 2002; Simoneti et al., 2001). Delnice SOD skladno s statutom niso v pravnem prometu, država kot edini delničar pa se s statutom tudi odpoveduje pravici do dividende. O morebitni vključitvi novih delničarjev odloča skupščina SOD, torej Vlada RS, ki opravlja naloge skupščine, vsaj dokler je Republika Slovenija SOD-ov edini lastnik.

SOD in KAD se tako deloma razlikujeta. KAD tako na primer kot osnovni cilj svojega poslovanja navaja cilj klasične in verodostojne finančne institucije, to je čim bolj donosno upravljati s premoženjem. Po svoji dejavnosti je torej KAD podobna investicijskim družbam, katerih cilj je zbirati denarna sredstva in jih investirati v prenosljive vrednostne papirje po načelu omejevanja in razpršitve tveganja.²⁴ V primerjavi s KAD so naloge SOD natančneje določene, vendar pa je njihovo izvajanje zaradi velikega primanjkljaja premoženja SOD vprašljivo. Imata pa sklada pomembno skupno značilnost: izvzeta sta iz Zakona o javnih skladih (v nadaljevanju ZJS). Nista sklada, saj se ne financirata iz državnega proračuna, pač pa le-tega prav tako pa druge javne blagajne neposredno ali implicitno financirata (Simoneti et al., 2001,

²⁴ Glej 55. člen Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZISDU).

str. 81). Čeprav sta bili obe družbi prvotno poimenovani »sklad«, sta bili z izrecno določbo izzeti iz ZJS, ki v 1. členu določa, da je javni sklad pravna oseba javnega prava, ki upravlja in razpolaga s premoženjem, ki ga je Republika Slovenija oziroma lokalna skupnost namenila za zagotavljanje javnega interesa. Razlog za izrecno izključitev KAD in SOD iz systemske ureditve po ZJS ni jasno razviden. Ugibamo lahko, da so vzrok prestroge določbe v ZJS, ki zahtevajo dosledno ločitev namembnega premoženja od sredstev za delo javnega sklada, določbe, ki prepovedujejo izplačevanje plač, nagrad in sejin članov uprave in nadzornega sveta iz namenskega premoženja ter dolžnosti ustanovitelja, da zagotovi sredstva za plače, nagrade in sejnine. KAD in SOD sta s svojima ustanovitvenima zakonoma ter statutoma urejena drugače, kar posledično navaja k pomisleku, da ju je država izvzela iz ureditve ZJS z namenom, da bi lahko bolj učinkovito posegala in nadzirala poslovanje obeh družb. S tem pa vnaša dodatne neučinkovitosti v poslovanje in upravljanje skladov.

Kljub svojemu javnemu nastopu KAD in SOD zaradi možnosti poseganja vlade v njuno (tudi dnevno) poslovanje ne moreta delovati kot običajni finančni instituciji. Cilji, ki jih skuša vlada uresničiti preko njiju (poravnavanje primanjkljaja, doseganje čim večje donosnosti), pa so si nasprotni, kar upravama družb omejuje manevrski prostor in nove donosne naložbe, otežuje načrtovanje ter zmanjšuje njuno donosnost.

4.2.2 NASPROTJA INTERESOV

Uprava in nadzorni svet, ki jima je zaupano vodenje poslov v delniški družbi, sta dolžna skrbno opravljati svoje dolžnosti (*duty of care*) in se izogibati situacijam, v katerih bi zlorabila svoj položaj v družbi za pridobitev osebnih koristi, koristi tretjih oseb ali nekaterih delničarjev (*duty of loyalty*) na škodo ostalih delničarjev. Konflikti interesov v družbah vselej obstajajo. Na osnovi svojega položaja lahko v družbi na primer član uprave oziroma delničar sklenske z družbo pogodbo (npr. posojilno) pod izrazito ugodnimi pogoji ali pa poslovno priložnost izkoristi sam na škodo družbe. Nekateri pravni redi tovrstne neučinkovite situacije rešujejo tako, da zahtevajo, da se člani uprave ali nadzornega sveta vzdržijo glasovanja o stvareh, v katerih so njihovi interesi konfliktni, ali pa da morajo predhodno nastanek nasprotja interesov javno objaviti. Konflikt interesov obstaja tudi v primeru kontrolnega delničarja, ki vpliva na odločitve uprave, ki škodijo ostalim delničarjem.²⁵ Kot učinkovito sredstvo, da se tovrstno ravnanje prepreči, nekateri avtorji navajajo izrecne pravice manjšinskih delničarjev, da vnaprej s tožbo preprečijo škodljivo ravnanje, da tožijo upravo, nadzorni svet ali kontrolnega delničarja samega, ali pa zahtevajo, da morajo kontrolni delničarji odkupiti njihove deleže po določeni ceni (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 1999). Avtorji ob tem navajajo, da je prav možnost zlorabe položaja večinskega delničarja razlog, da se investitorji izogibajo družb, v katerih je država pomemben delničar. Zaradi svoje moči in položaja lahko namreč vpliva na vodstvo družbe, da sledi državni politiki, namesto da bi povečevalo vrednost za delničarje, kar je cilj vseh preostalih

²⁵ Na primer več milijardna pogodba med Petrolom d.d. in državo o usodi Naftne Lendava vzbuja vsaj sum, ali je res sklenjena v interesu in v korist vseh Petrolovih delničarjev (<http://www.finance-on.net>, 2004). Sicer je več o razmerju med manjšinskimi in večinskimi delničarji navedeno zgoraj v poglavju 3.1.4 in 3.1.5.

investitorjev oziroma delničarjev. Državnim podjetjem naj bi bilo namreč dostopno neomejeno državno subvencioniranje in financiranje (odsotnost strogih proračunskih omejitev – *hard budget constraints*). Načeloma naj se sicer pravila korporacijskega upravljanja in financiranja državnih družb, zlasti tistih, ki nastopajo na konkurenčnih trgih, ne bi smela razlikovati od tistih, ki veljajo za podjetja v zasebni lasti. Država ima v njih položaj prevladujočega lastnika, zato naj bi se izogibala določenih vrst posegov, razen če v zameno ponudi primerno nadomestilo (Wymeersch, 2001). Kljub temu pa teoretiki ugotavljajo, da sta v resnici položaj in vloga države v državnih družbah precej bolj zapletena od položaja večinskega delničarja. Podjetja v državni lasti imajo namreč posebne značilnosti korporacijskega upravljanja, in sicer:

- nadzorni svet in uprava sta praviloma oblikovana po političnih merilih: pogosto so njihuni člani stranke, dobavitelji ali člani vodstva drugih državnih družb. Domneva se, da z družbo, v kateri nadzornemu svetu sedijo, nimajo konflikta interesov, kar je velikokrat sporno (Černivec, 2002, str. 18-23);²⁶
- zaveza politični interesom je močnejša od zaveze interesom družbe: pomembne odločitve so pogosto sprejete zunaj sejne sobe uprave ali nadzornega sveta družbe in so politično, ne ekonomsko, motivirane (Černivec, 2002, str. 18-23);²⁷
- odsotnost jasnega poslovnega cilja: V čigavem interesu deluje podjetje? Za državna podjetja so značilni slaba kakovost njihovih storitev, javni škandali in izgube, ki pa jih država pokrije z višjimi subvencijami.

Slabosti državnih podjetij v primerjavi z zasebnimi so posledica inherentnega konflikta interesov države, saj je ta hkrati lastnica gospodarskih družb in tista, ki sprejema pravna pravila za ravnanje na trgu:

- financiranje: državi pogosto primanjkuje sredstev za pomembne investicijske projekte, ki zato niso izpeljani ali niso izpeljani pravočasno (Kocbek, 2002, str. 2).²⁸ Država tudi ne spodbuja dokapitalizacije z zunanjimi viri, saj bi ji to zmanjšalo njeno glasovalno pravico. Istočasno pa zaradi državnega lastništva in državnega poseganja zunanji investitorji niso zainteresirani za naložbe v državna podjetja;
- državne pomoči: v EU so načeloma prepovedane, v Sloveniji pa še precej pogoste. Razlog za prepoved je prav v financiranju neproduktivnih dejavnosti in v neučinkovitosti porabe teh sredstev ter v tem, da se daje državnim podjetjem prednost na trgih, ki so sicer konkurenčni;

²⁶ Na primer: predsednik uprave družbe Mobitel d.d., ki je v 100-odstotni lasti Telekomu d.d., ki je javno podjetje zaradi izvajanja gospodarske javne službe, Telekom pa je 73-odstotno v državni lasti in ima zagotovljen pravni monopol, je član nadzornega sveta javnega podjetja ELES d.o.o., ki je v 100-odstotni državni lasti. ELES in Telekom sta v delu svoje dejavnosti konkurenta.

²⁷ »... Tudi formalno je znaten del članov gospodarske elite vezan na vladni vpliv. Ljudi, ki se vrtijo okrog NLB in NKBM, je tja nastavila vlada. Vlada ima glavno besedo pri imenovanju ključnih ljudi okrog Telekomu. Vlada ima ključno besedo pri imenovanju ljudi v elektroenergetskem sistemu. Vlada ima ključno besedo pri imenovanju vodstev Kapitalske družbe in Slovenske odškodninske družbe.«

²⁸ Javno podjetje DARS, ki je odgovorno za izgradnjo avtocestnega križa, zaradi omejenih državnih sredstev ne more dela opraviti v rokih. »...(N)a prometnem ministrstvu spremembo organiziranosti DARS-a ... povezujejo s ciljem, da bi hitreje dogradili načrtovane avtoceste in pridobili dodatne vire.«

- kontrola cen:²⁹ država pogosto določa cene na podlagi neekonomskih meril kot del protinflacijske politike in socialnih ciljev, vendar pa isto državno podjetje dobi sredstva za pokritje razlike med dejansko in plačano ceno iz državnega proračuna;
- socialni cilji: zaposlovanje v državnih podjetjih je pogosto rezultat političnih odločitev, odpuščati je težko in drago (politično in ekonomsko), zato je preveliko število zaposlenih v državnih podjetjih običajno;³⁰
- institucionalni odnosi: ker zaposleni niso odgovorni za ekonomske rezultate in dobiček družbe (zaradi državnega poseganja v ceno in kakovost), je vloga sindikatov v državnih družbah običajno zelo močna; sindikati se vselej burno odzovejo na vsako morebitno spremembo delovnih obveznosti na slabše (Drenovec, 2002, str. 9 in nasl.).³¹

Nadaljnje velja omeniti, da je vzpostavitev kakovostnega sistema pravil korporacijskega upravljanja lahko dobra rešitev nakazanih problemov, ki obstajajo zaradi konflikta interesov države v podjetjih v njeni lasti (Wymeersch, 2001). Vendar pa je pri tem potrebno razlikovati med podjetji, ki tekmujejo izključno na konkurenčnih trgih, in podjetji, katerih izključna ali pretežna naloga je zagotavljati javne dobrine. Medtem ko naj bi pravila korporacijskega upravljanja pripomogla k večji učinkovitosti slednjih, je za prve, torej tiste, ki nastopajo na konkurenčnih trgih, edina gospodarna rešitev privatizacija, saj je strošek državnega lastništva previsok v primerjavi s koristmi, za katere je dvomljivo, da sploh obstajajo (Jang, 2000; Drenovec, 2002, str. 9 in nasl.).³²

V družbah, ki kljub vsemu ostanejo v državni lasti, mora politično vodstvo države vsaj določiti, kaj je njihov cilj v danem gospodarskem sistemu. Vlada mora določiti, katere naloge mora družba opravljati, po kakšni ceni in za prenizko določene cene zagotoviti družbi nadomestilo: v obliki subvencije ali davčne olajšave ali s podelitvijo monopola, kjer je zaradi državno določenih cen dobiček nižji (a gotov), ali kako drugače. Poleg tega bi morala vlada izrecno določiti, da nadzorni svet in uprava družbe v državni lasti delujeta samostojno, v interesu družbe, pod pogojem da ta zadovoljivo izpolnjuje svoje javne naloge. Dnevno vodenje državnega podjetja mora biti prepuščeno upravi, nadzorni svet, v katerem sedijo predstavniki vlade, pa naj v to ne bi posegal. Država mora vnaprej določiti, kaj je naloga njenih ljudi v nadzornem svetu, v katerih položajih in primerih ima država pravico veta in kdaj ima pravico zahtevati ponovno odločanje o posameznem vprašanju. Člani uprave naj bodo izbrani na podlagi njihovih sposobnosti, ne glede na njihovo politično pripadnost, zato je izbirni postopek najboljše

²⁹ Po podatkih Urada za makroekonomske analize in razvoj iz leta 2001 je približno 13 odstotkov vseh cen v Sloveniji reguliranih (Poročilo, 2001).

³⁰ Število zaposlenih v javnem podjetju Pošta Slovenije d.d. v letih 1995-2000 se je povečalo za 8,8 odstotka ob enakem obsegu dejavnosti; zaposlenost v javnem podjetju ELES pa se je v letih 1994-1999 povečala kar za 26,7 odstotka, vendar ob spremenjenem načinu delovanja (FIPO, Finančni podatki, 2004).

³¹ Plače zaposlenih v javnem sektorju rastejo hitreje od plač v gospodarstvu: v letih 2001-02 so se plače v gospodarstvu povišale za 7 odstotkov, plače v javnem sektorju pa za 12-13 odstotkov. Sindikat slovenskih železničarjev si je izboril vsakoletni t.i. aktivni dopust oziroma teden plačanega dopusta v toplicah in zaradi želje nove uprave, da ta privilegij ukine, stavkal jeseni 2001. Stavka je uspela, aktivni dopust je ostal.

³² Ni razloga, zakaj naj bi bila podjetja, ki nastopajo na konkurenčnih trgih, v državni lasti; drugi načini državnih posegov dosežejo želeni učinek z manjšimi stroški. Država kot lastnica podjetja in tista, ki določa cene njegovih storitev, se namreč znajde v skušnjavi, da cene postavi višje, kot je družbeno učinkovito. Cene komunalnih storitev v Sloveniji, na primer, so v letu 2001 rasle kar 20-30 odstotnih točk nad stopnjo inflacije.

oblikovati v obliki javnega razpisa ter izbora. Za reševanje konfliktov interesov med državo in državnim podjetjem morajo biti oblikovana posebna pravila, kot recimo dolžnost razkriti pomembne informacije ter opredeliti ustrezne postopke, pravila o sprejemanju odločitev, dolžnost nadomestiti izgubljene prihodke ali škodo, kadar država prepreči sprejetje odločitve, ki bi družbi koristila, ali obratno.

Glede na to, da je država edina lastnica KAD in SOD – obeh državnih skladov, bom predstavil navedene posebnosti konflikta interesov v upravljanju navedenih skladov s strani države. Osnovna nasprotja interesov v delniških družbah so bila že predstavljena in zadevajo zlasti odnos med delničarji in osebami, ki z njihovo naložbo upravljajo, ter odnos med velikimi in malimi delničarji. Vendar slednje ne velja za KAD in SOD (čeprav sta delniški družbi), saj je država 100-odstotna lastnica obeh družb. Če pa seveda obravnavamo državno lastništvo kot lastništvo vseh državljanov, pa problemi konfliktnih interesov postanejo očitni, saj državljani nimajo nikakršnega vpliva na to, kako država upravlja z »njihovo investicijo« v KAD in SOD.

Osnovni nasprotji interesov v investicijskih družbah – med katere lahko, glede na njuno dejavnost, uvrstimo tudi KAD in SOD - sta nasprotje interesov med investitorji (v našem primeru državo), ki zaupajo družbi sredstva, in upravljavci (sklada), ki ta sredstva naložijo, ter nasprotje interesov med samimi investitorji. Za omilitev navedenih nasprotij Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZISDU) vsebuje posebne določbe, s katerimi preprečuje neposreden vpliv večjih lastnikov na poslovanje investicijske družbe z maksimalno udeležbo petih odstotkov posamezne pravne ali fizične osebe v kapitalu skladov oziroma investicijskih družb (Simoneti et al., 1999, str. 116 in nasl.).³³ Zakon omejuje tudi medsebojne posle prodaje, nakupa in posojanja vrednostnih papirjev med družbo za upravljanje in osebo, ki ima več kot 10 odstotkov delnic družbe za upravljanje.

Določbe o javnih skladih, ki sta jim vsaj po namenu podobna KAD in SOD, se osredotočajo na upravljanje s premoženjem z namenom preprečiti državi, da bi lahko kot lastnica njihovo premoženje izrabila za doseganje političnih ciljev. Namen določb v ZJS je – upoštevajoč pomemben vpliv politike v organih javnih skladov, saj je minister po položaju predsednik nadzornega sveta javnega sklada – zagotoviti, da bo poslovanje javnih skladov transparentno, da bodo njihova sredstva uporabljena izključno za namen, za katerega so bila dodeljena, da sklad ne bo imel prevelike možnosti vplivati na poslovanje družb, katerih delničar je, in da bodo kljub temu da je država njihova ustanoviteljica, njene možnosti vplivati na upravljanje premoženja čim bolj omejene ter osredotočene na namen, za katerega je bil sklad ustanovljen.

Glede na navedeno zakonsko shemo lahko zaključim, da se nasprotja interesov v KAD in SOD razlikujejo od predstavljenih običajnih nasprotij interesov v delniških družbah in investicijskih družbah, ne pa od nasprotij interesov v javnih finančnih skladih. Ker je država edini lastnik in ker vlada neposredno nadzira poslovanje KAD in SOD, nasprotje interesov med investitorjem in

³³ Strokovnjaki opozarjajo, da je omejitev nesmiselna, saj jo je lahko obiti, obenem pa otežuje nadzor delničarjev investicijske družbe nad njenim poslovanjem.

upravljavci ni pomembno, nasprotje med različnimi investitorji pa ne obstaja, saj je lastnik KAD in SOD le eden. Prava nasprotja interesov v KAD in SOD so se jasno odrazila v primeru prevzema Pivovarne Union d.d. Izkazalo se je namreč, da vlada lahko neposredno vpliva na posamične odločitve vodstev KAD in SOD o prodaji delnic določenemu kupcu; odrazilo pa se je tudi, da sta si največji stranki vladne koalicije pravzaprav razdelili vodenje obeh skladov in sta nanju lahko neposredno vplivali. Vodstvu KAD in SOD sta ob prodaji delnic Pivovarne Union d.d. zatrjevali, da sta sklenili najbolj donosen možni posel. Toda, prodaja je zaradi postopkovnih nepravilnosti povzročila menjavo na položaju direktorja SOD, ne glede na to da je bila dosežena cena enaka ceni, po kateri je delnice prodala KAD. Dejstvo, da je razrešitev direktorja SOD zaradi prodaje delnic Pivovarne Union Pivovarni Laško brez odobritve upravnega odbora povzročila razprave o domnevnem razpadu vladne koalicije, pa omenjeno ugotovitev le potrjuje.

Če sklada primerjamo z ureditvijo investicijskih družb, je prva opazna razlika ta, da je država izključna lastnica obeh, medtem ko je za investicijske družbe v veljavi lastniška omejitev 5 odstotkov. Država kot edina lastnica lahko vpliva na in posega v poslovanje skladov bolj kot lastniki, ki imajo le pet odstotkov delnic ali celo manj. Položaj vodstva obeh družb je odvisen od volje trenutne vlade, zato politika vpliva na njuno dnevno poslovanje. Posledično sta vodstvu družb veliko manj samostojni, kot je to običajno v tipični gospodarski družbi. Odločitve so posledično lahko politične oziroma manj učinkovite, kot bi bile, če vlada ne bi imela možnosti vpliva. Vlade nihče ne omejuje, da ne bi preko obeh skladov uresničevala svojih interesov, ne glede na to, ali je to za družbi dobro in ali je to dobro za družbe, katerih velika lastnika sta KAD in SOD. Prav tako ni jasno, zakaj obstajajo razlike med pravno ureditvijo KAD in SOD, čeprav upravljata s premoženjem podobne velikosti in strukture, podoben pa je tudi njun namen.

Ne nazadnje je potrebno omeniti tudi vprašanje transparentnosti in razkritja informacij. Za spopadanje s konflikti interesov med državo in njeno družbo je nujna obveznost razkrivanja pomembnih informacij, saj je le tako možen nadzor tako delovanja vlade kot poslovanja državne družbe. Medtem ko je v statutu KAD določba, da se informacije, ki so poslovna tajnost, posebej določijo s pisnim sklepom, statut SOD določa, da so vse informacije o poslovanju SOD tajne, razen tistih, za katere tako določi družba. Slednja določba je gotovo sporna, saj je z njo onemogočen nadzor državljanov nad njenim poslovanjem, zlasti pa ocena vladnih posegov. Razlog za obstoj tovrstne omejevalne določbe ni razviden, njenega obstoja namreč ne dovoljujejo ne ZGD (SOD je delniška družba) ne ZISDU ne ZJS, pač pa le statut SOD, ki je kot splošni akt vlade hierarhično nižji od zakonov, zato je moč podvomiti v njegovo zakonitost.

Zgoraj navedeni konflikt interesov med manjšinskimi in večinskimi delničarji v državnem podjetju, pa je mogoče opaziti pri upravljanju podjetij, v katerih je država večinski, vendar ne izključni lastnik. Primer takega podjetja so Dravske elektrarne Maribor, katerega neposredni večinski lastnik (79,5-odstotni delež) je bila do sredine leta 2000 država, ki je večino svojega deleža odsvojila in ga prenesla na državno podjetje Holding slovenske elektrarne, ki je v 100-odstotni lasti države. Znano pa je, da slednje pri upravljanju podjetja Dravske elektrarne

Maribor deluje na škodo manjšinskih delničarjev (sedemnajstih družb za upravljanje in investicijskih skladov). (Finance, 2003)

4.2.3 SISTEM NADZORA

Sistem pravil korporacijskega upravljanja družb je pomemben zato, ker so interesi primarnih udeležencev v gospodarski družbi (delničarjev kot lastnikov in naročnikov dela, uprave kot izvajalcev in nadzornega sveta kot nadzornika) nasprotni (Jensen, 2001, str. 16).³⁴ Vloga delničarjev v družbi je opredeliti dolgoročne cilje družbe in nadzirati delo uprave. Za učinkovit nadzor in ukrepanje delničar potrebuje ustrezne informacije, voljo ukrepati, moč ukrepati in sposobnost ukrepati (Turnbull, 2000, str. 42 in nasl.). Uprava je dolžna delničarjem zagotoviti informacije, ki so pravočasne, pravilne in popolne. Pri tem pa odigrajo odločilno vlogo letna poročila, določeno vlogo pa tudi trg vrednostnih papirjev (za delnice, ki kotirajo na trgu), saj tržna cena odraža oceno tržnih udeležencev o vrednosti bodočih donosov delnice na podlagi informacij, ki so na voljo. Enako velja za pravila o razkritju informacij, ki so razmeroma stroga za družbe, ki kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, medtem ko so za vse ostale družbe skoraj neobstoječa. Nadalje mora imeti delničar tudi moč (*power*) in sposobnost vplivati na delo uprave, saj brez tega ne bo niti poskušal ukrepati (Turnbull, 2000, str. 45).³⁵

Načeloma velja, da ni razlogov za drugačno ravnanje in boljšo učinkovitost postopkov v zasebnih podjetjih kot v podjetjih v državni lasti (Kay, 1997 v Parkin, Powell, Matthews, 1997, str. 440). Bistveni problem v državnih družbah naj bi bil prav sistem nadzora in odgovornosti, običajen za javni sektor, ki ne spodbuja učinkovitega ravnanja. Učinkovito vodenje temelji na pravici do svobodnega odločanja in odgovornosti za sprejete odločitve, kar pomeni, da ima uprava proste roke pri dnevnem vodenju poslov. Njeno delo naj le občasno preverja nadzorni organ, preverjanje pa naj bo dosledno in strogo. Vendar pa organizacije v javnem sektorju zaradi tehtnih ustavnih in demokratičnih razlogov običajno ne ravnavo tako. Javni menedžerji so prepogosto pozvani na odgovornost, poleg tega pa država dosledno posega v dnevno vodenje poslov, zato je končni rezultat običajno, da za delovanje državnih podjetij nihče ni odgovoren oziroma udeleženci prelagajo odgovornost drug na drugega (Kocbek, 2002, str. 2).³⁶

Nekateri avtorji zagovarjajo stališče, da je delničarstvo v državnih družbah bolj razpršeno kot v katerikoli zasebni družbi, saj lahko vse državljanke štejejo za lastnike državnih družb (Alchian, 1965 v Shirley, Walsh, 2000 str. 31 in nasl.). Državljanke za razliko od delničarjev, ki lahko izvajajo nadzor z glasovanjem na skupščini ali z izstopom iz družbe, torej s prodajo delnic, lahko nadzirajo delovanje države (vlade in parlamenta) v državnih podjetjih le posredno: z

³⁴ Avtor trdi, da ni mogoče dolgoročno maksimirati tržne vrednosti organizacije, če zanemarimo ali grdo ravnamo, s katero od pomembnih skupin v družbi (*stakeholders*), pri čemer misli prav na vse osebe, na katere ima družba vpliv in *vice versa*.

³⁵ »...*Without the power to take corrective action, no action can take place.*«

³⁶ »...Nekateri strokovnjaki menijo, da ne potrebujejo takšnega DARS-a, kot ga imamo sedaj. Ker člani njegove uprave in področni direktorji za menedžerske plače niso pripravljene prevzeti nobene odgovornosti in se vedno izgovarjajo, da samo dosledno izvajajo navodila vlade in parlamenta, bi bilo po mnenju nekaterih predvsem veliko ceneje, če bi njihovo delo opravljali državni uradniki v okviru direktcije za ceste prometnega ministrstva.«

volitvami in s pomočjo medijev. Zaradi kompleksnega odnosa v politiki, velikega števila meril, na podlagi katerih se volivci odločajo za posamezno opcijo, večletnega obdobja, ki preteče med posameznimi volitvami, in dejstva, da se na volitvah ne odloča le o vodenju državnih podjetij, ampak še o mnogo čem drugem, je nadzor državljanov nad korporacijskim upravljanjem državnih podjetij prek volitev precej šibek. V tej luči je referendum boljši mehanizem nadzora delovanja vlade kot volitve, vendar pa tudi ni brez slabosti.³⁷ Ker državljani svojih posrednih »deležev« v državnih podjetjih ne morejo prodajati, saj zanje ne obstaja trg, so informacije o delovanju družbe običajno pomanjkljive in težko dostopne, čeprav bi za učinkovito korporacijsko upravljanje moralo biti ravno obratno. Nekateri dodajajo, da je nadzor posebno pomanjkljiv, kadar je lastništvo razpršeno in informacije nepopolne, kar velja zlasti za državno lastništvo. Problem nadzora je zato v javnem sektorju resnejši kot v zasebnem, posledici pa sta večja diskrecija uprave in slabši poslovni rezultati (Kane, 1999 v Shirley, Walsh, 2000, str. 31 in nasl.).

Domet drugih političnih in pravnih mehanizmov značilnih za javni sektor (sistema zavor in ravnovesij, interpelacije ministra ali predsednika vlade in sodni nadzor nad upravnimi akti) je pri korporacijskem upravljanju državnih podjetij omejen. Vlada ima namreč praviloma večinsko podporo v parlamentu, zato bo interpelacija redko uspešna, sodišča pa nadzirajo le ustavnost in zakonitost aktov, ne pa njihove smotrnosti in učinkovitosti. Pri tem sicer zanemarjam računsko sodišče, ki je revizijski organ, in sicer do neke mere nadzira delovanje državnih podjetij, vendar so njegove pristojnosti za ukrepanje izredno omejene. Če k temu dodam še, da državljani praviloma nimajo možnosti izstopa iz države, saj so stroški selitve v neko drugo bolj učinkovito državo praviloma prohibitivno visoki, ima država pri vodenju državnih podjetij precej proste roke. Dejansko so edini nadzornik državnih podjetij mediji, katerih naloga je pridobivati informacije in obveščati državljane. Negativno javno mnenje namreč lahko prisili vlado k boljšemu vodenju državnih podjetij, saj sicer tvega izgubo podpore volivcev.

Kljub temu da naj bi državna podjetja načeloma nadzirali vsi državljani (kot njihovi končni lastniki), v resnici dejanske pravice nadzora pripadajo uradnikom (Shleifer, Vishny, 1997). Te so izredno široke, ob tem pa uradniki nimajo pravice do denarnih tokov iz družbe (dividende, kapitalski dobički), saj so ti razpršeni med vse davkoplačevalce. Ker pravica do denarnega toka ni povezana s pravico nadzora nad poslovanjem družbe, so cilji, ki jih uradniki uresničujejo skozi nadzorno funkcijo, pogosto posledica političnih odločitev in se razlikujejo od družbeno optimalnih, to je povečanje vrednosti družbenega podjetja in s tem družbene blaginje. S pomočjo državnih podjetij namreč uradniki podkupujejo posebne interesne skupine, kot so recimo sindikati javnih uslužbencev, ti pa jim v zameno pomagajo zmagati na volitvah. Avtorja zaključita, da je državno lastništvo primer koncentriranega lastništva, kjer nadzorniki nimajo

³⁷ Referendumi so bolj neposredno sredstvo nadzora nad delovanjem države glede državnih podjetij kot volitve. Referendum o tretji Termoelektrarni v Trbovljah, ki bi davkoplačevalce stala skoraj četrta milijarde evrov, koristila pa bi verjetno le zasavski regiji, saj bi ta pridobila nekaj sto novih delovnih mest, je bil kljub siceršnji večinski podpori tedanje vlade, katere poslanci so v Državnem zboru izglasovali zakon o izgradnji TET, neuspešen (<http://www.finance-on.net>, 2004).

nikakršnih pravic do denarnega toka in katerih cilji so družbeno škodljivi. Zato neučinkovitost državnih družb ni presenetljiva.

Sistem nadzora državnih družb tudi ni sestavljen iz glasu in izstopa (*voice and exit*), kot je običajno v zasebnih družbah, ampak poteka prek volitev in nadzora medijev. Ker prve potekajo preredko, niso ustrezen mehanizem za nadzor poslovanja državnih podjetij. Posledično državljanom kot njihovim končnim lastnikom ter uporabnikom dobrin in storitev, ki jih državna podjetja zagotavljajo, preostane le medijski nadzor. Prav mediji namreč lahko prispevajo k boljšemu in učinkovitejšemu poslovanju državnih podjetij. Pogoj za uspešnost medijev pri nadzoru pa je njihova neodvisnost.³⁸

Navedenih je bilo precej posebnosti nadzora državnih podjetij v primerjavi z zasebnimi podjetji. Posledično bo zanimivo pregledati delovanje opisanega na značilnostih upravljanja KAD in SOD s strani države. Oba sklada imata v statutih dokaj kompleksne določbe o nadzoru in organih družb, vendar je treba ugotoviti, ali le-te resnično pripomorejo k boljšemu uresničevanju njihovih ciljev in zmanjšanju konfliktov interesov. Dejanski cilji lastnika KAD in SOD so – kot je v državnih podjetjih dokaj običajno – relativno nejasni in niso enaki tistim, ki so kot cilji obeh družb zapisani v njihovih statutih. Nasprotja interesov v KAD in SOD obstajajo med političnimi interesi ter interesi vseh državljanov, naj družbi poslujeta najbolj učinkovito in služita namenu, zaradi katerega sta bili ustanovljeni. Obenem pa naj na poslovanje družb v njihovi lasti ne vplivata (kot velika lastnika lahko to počneta na škodo državljanov, ki so v teh družbah mali lastniki). Sistem pravil nadzora v državnih družbah (kot sta KAD in SOD) naj bi omogočil, da služijo namenom, za katere so bile ustanovljene, zlasti pa naj bi omejil možnost političnega poseganja v njihovo poslovanje. Cilji KAD in SOD so v njihovih statutih sicer opredeljeni, vendar pa vlada obe družbi uporablja tudi za uresničevanje ciljev, ki v statutih niso omenjeni. Za učinkovito vodenje državnih podjetij bi morala vlada izrecno določiti, da nadzorni svet in uprava delujeta samostojno, v interesu družbe. Dnevno vodenje poslov bi moralo biti prepuščeno upravi, nadzorni svet (in država) pa v to ne bi smel posegati. Zaradi boljše preglednosti bi bilo nedvomno bolje, da bi bila pravna ureditev obeh družb enaka. Ni namreč nobenega tehtnega razloga, za različno ureditev, razen če je namen države zmanjšati preglednost in medsebojno primerljivost. Čeprav je namen javnih finančnih skladov dajanje kreditov in poroštov, bi se lahko določbe o njihovem upravljanju uporabljale tudi za KAD in SOD, zlasti pa določbe o odgovornosti uprave za škodo zaradi nevestnega ali protipravnega ravnanja. Trenutno namreč za KAD in SOD ni povsem gotovo, ali uprava tudi materialno odgovarja za svoje delo, saj ni mogoče ugotoviti, ali se v tem delu določbe ZGD smiselno uporabljajo. Vlada bi morala določiti, kaj je naloga njenih ljudi v organih družbe, ti pa naj bi bili tudi materialno odgovorni za vestno in zakonito delo. Člani uprave naj bodo izbrani na podlagi njihovih sposobnosti, ne glede na njihovo politično pripadnost, zato je izbirni postopek najbolje prepustiti zunanjim svetovalcem, ki predlagajo nadzornemu svetu v imenovanje najboljše kandidate, ki so se javili na razpis.

³⁸ Predsednik nadzornega sveta družbe Večer d.d., ki izdaja dnevnik Večer, sicer pa predsednik uprave NKBM d.d., ki je v večinski državni lasti, je skoraj ukazal novinarjem Večera, naj se v poslovanje NKBM in domnevno pranje denarja prek njene koroške podružnice ne vmešavajo (<http://www.finance-on.net>, 2004).

Notranji sistem nadzora KAD in SOD je strukturiran neprimerno, saj omogoča vladi, da neposredno posega v delovanje obeh družb in jima nalaga uresničevanje političnih ciljev. Sistem namreč določa, da so praktično vsi organi nadzora znotraj KAD in SOD odvisni od vlade. Zunanji sistem nadzora KAD in SOD je sestavljen iz obvezne revizije ter nadzora Računskega sodišča RS, vendar ta presojata le zakonitost poslovanja in ne ugotavljata, ali so državni posegi učinkoviti ali ne. Nadzor javnosti je praktično onemogočen, saj ta ni dovolj seznanjena z nalogami KAD in SOD, zlasti pa nima na voljo pravih podatkov o njunem poslovanju. KAD redno objavlja letna poročila in obvestila za javnost na svojih spletnih straneh, SOD pa na njih sicer objavlja zadnji dve letni poročili ter statut, a načeloma posluje precej bolj skrivnostno.³⁹ Prav tako sklada kot velika lastnika podjetij le-teh ne obveščata o njunem poslovanju. Večina Slovencev je za obe družbi prvič slišala šele ob prodaji njunih delnic Pivovarne Union. Nadaljnje niti ne ve, s kolikšnim premoženjem družbi upravljata in da neposredno vplivata tudi na višino dividend ter vrednost premoženja, ki jih imata v slovenskih gospodarskih družbah. Zaradi slabe obveščenosti in nerazumevanja državljanov pa ima vlada še toliko bolj proste roke pri vodenju obeh družb.

4.2.4 SPODBUDE UPRAVI

V zasebnih družbah, kjer obstaja problem ločitve med lastništvom in nadzorom, je običajno, da ima uprava precej več informacij o poslovanju družbe, zaradi česar ima precej možnosti in prostora, da svoj položaj zlorabi za uresničevanje lastnih ciljev (asimetrija informacij). Problem nasprotja interesov med lastniki in upravo se v številnih primerih rešuje tako, da delničarji z upravo sklenejo dolgoročne pogodbe o nagrajevanju, po katerih je višina nagrade odvisna od uspeha družbe, torej od uspešnosti uprave pri uresničevanju ciljev delničarjev. Nagrada uprave, ki naj bi uskladila njene cilje s cilji delničarjev, je običajno določena v obliki delnic, delniških opcij ali grožnje z razrešitvijo, če je uspeh družbe slab (Jensen, Meckling, 1976 v Shleifer, Vishny, 1997, str. 746 in nasl).

Uprava v podjetjih v državni lasti je le redko nagrajena na enak način kot uprava v zasebnih podjetjih. Misel, da bi plača predsednika uprave državnega podjetja dosegala petkratnik plače predsednika države, je politično nesprejemljiva.⁴⁰ Vendar pa to vpliva na kakovost ljudi, ki se potegujejo za direktorske položaje v državnih podjetjih, ter na njihov trud (Caselli, Morelli, 2001).⁴¹ Tak sistem nagrajevanja ne vodi le do slabšega izbora državnih menedžerjev, ampak celo spodbuja njihovo neučinkovito ravnanje. Ker njihovo plačilo ni odvisno od poslovanja družbe, nimajo razloga za zniževanje stroškov ter povečanje učinkovitosti državnih podjetij.

³⁹ Simptomatično je že večkrat omenjena določba 60. čl. Statuta SOD, ki v primerjavi z ZGD (in KAD) močno širi pojem poslovne skrivnosti (Statut SOD, 2004).

⁴⁰ Glej Sklep o kriterijih za sklepanje pogodb o zaposlitvi direktorjev javnih podjetij, agencij in skladov, katerih ustanovitelj je RS (1997) in Sklep o merilih za določitev osnovne plače in merilih za izplačilo nagrade za uspešnost poslovanja direktorjev javnih podjetij, agencij in skladov, katerih ustanovitelj je RS (1998).

⁴¹ Avtorja utemeljujeta, da imajo zaradi nižjih plač v javnem sektorju ljudje z manj sposobnostmi »primerjalno prednost« pri potegovanju za javne položaje, saj je njihova tržna vrednost nižja kot vrednost visoko sposobnih ljudi. Slednji se namreč za javne položaje ne potegujejo, ker so v zasebnem sektorju bolje plačani.

Obenem nekateri menijo, da se iz istega razloga državnim menedžerjem bolj splača neučinkovito porabljeni sredstva družbe (*shirk*) za gradnjo imenitnih pisarn in nakup službenih avtomobilov, kot to velja za zasebna podjetja (Alchian, Demsetz, 1972).

Poleg sistema nagrajevanja naj bi na delovanje uprave v državnih podjetjih vplivala tudi možnost odpusta oziroma zahtevnost odpuščanja v državnih službah. Ker so državne službe varnejše in stabilnejše, kot so enaki položaji v zasebnem sektorju, naj bi bila učinkovitost delovanja uprave državnega podjetja precej slabša (Stiglitz, 1988, str. 201 in nasl.). Položaj menedžerja v državnih podjetjih pa je po drugi strani odvisen od menjave vladajoče politične stranke, kar nadalje znižuje motivacijo državnih menedžerjev za učinkovito poslovanje. Obenem pa slednje dodatno povečuje vpliv političnih interesov pri upravljanju podjetij. Državni menedžer je tako slabše plačan kot zasebni. Njegov položaj praviloma ni odvisen od uspešnosti poslovanja družbe, ki jo vodi. Nima motivacije, da bi se trudil za čim učinkovitejše delovanje, ob tem pa se lahko zanese, da bo svoj položaj obdržal vse dokler bo politična stranka na oblasti.⁴²

Tudi posebnosti pri spodbudah uprave je najlažje predstaviti na prikazu upravljanja KAD in SOD s strani države. ZISDU sicer določa, da je za člana uprave družbe za upravljanje lahko imenovana oseba, ki ima visokošolsko izobrazbo ustrezne smeri, je opravila strokovni izpit za člana uprave družbe za upravljanje in ima najmanj petletne delovne izkušnje, od tega najmanj tri leta s področja financ. Toda, dejansko je član uprave KAD in SOD lahko vsakdo, ki ima univerzitetno izobrazbo in pet let delovnih izkušenj na vodilnih delovnih mestih.

Plačila članom uprave v KAD in direktorju v SOD so določena s Sklepom o kriterijih za sklepanje pogodb o zaposlitvi direktorjev javnih podjetij, agencij in skladov, katerih ustanovitelj je Republika Slovenija (1997) ter s Sklepom o merilih za določitev osnovne plače in merilih za izplačilo nagrade za uspešnost poslovanja direktorjev javnih podjetij, agencij in skladov, katerih ustanovitelj je Republika Slovenija (1998). Nagrade uprave smejo znašati kvečjemu 90 odstotkov ministrske plače, največ ena mesečna plača pa se lahko nameni kot nagrada za uspešno delo. Nagrade so odločno prenizke (vsaj, če jih primerjamo z nagradami v zasebnih gospodarskih družbah), zato ne pripomorejo k motivaciji uprave za boljše poslovanje. Naslednji element, ki prispeva k nemotiviranosti uprave za boljše poslovanje, je, da nagrade niso odvisne od poslovanja družbe oziroma vrednosti njenega premoženja. Pri teh ocenah pa je pomembno tudi dejstvo, da obe družbi delujeta v izključni državni odvisnosti in izpolnjujeta njene obveznosti, zato bi bilo najbrž neučinkovito (saj bi se uprava lahko upirala dodatnim obveznostim naloženih s strani države), če bi nagrajevali po sistemu veljavnim za zasebne gospodarske družbe. Kljub navedenim ugotovitvam, pa lahko ocenimo, da uprava KAD in

⁴² Menjavi vodilne stranke na oblasti običajno hitro sledi menjava direktorjev državnih podjetij, kot se je zgodilo tudi v Sloveniji pomladi leta 2000. Ko je tedaj t. i. Bajukova vlada prevzela oblast, je v prvih dneh vladanja zamenjala predsednike uprav Telekom d.d., Pošte Slovenije d.d., SOD in KAD, poleg njih pa še člane skupščin SOD in KAD ter člane nekaterih nadzornih svetov. Po ponovni menjavi oblasti po volitvah jeseni 2000 je nova vladajoča koalicija na mesta predsednikov in članov uprav in nadzornih svetov ponovno nastavila svoje ljudi (<http://www.finance-on.net>, 2004).

direktor SOD niso pod-nagrajeni, saj jim pripadajo tudi nagrade za članstvo (sejnine in udeležbe na dobičku) v nadzornih svetih družb, v katerih sta sklada zastopana kot delničarja. Bivši predsednik uprave KAD je tako na primer član nadzornih svetov družb Lek, Sava, Delo, Nova ljubljanska banka in Banka Domžale (Černivec, 2002, str. 18 in nasl.).

Poleg nagrad uprave KAD in SOD na njuno delovanje vpliva tudi zanesljivost njihovega položaja. V običajni investicijski oziroma gospodarski družbi praviloma ni strahu pred zamenjavo uprave, če ta dosega dobre poslovne rezultate (razen kadar se lastniška struktura pomembno spremeni). Upravo KAD imenuje skupščina KAD, ki jo imenuje vlada, pri izbiri pa sodeluje tudi nadzorni svet KAD, ki ga prav tako imenuje vlada. Skladno s to ureditvijo je pričakovati, da je položaj uprave KAD odvisen od tega, katere politične stranke sestavljajo vlado. Torej je ob njeni menjavi mogoče pričakovati spremembe v vodstvu KAD, kar se je v letu 2000 tudi zgodilo: najprej ob nastopu Bajukove vlade pomladi 2000, ki je zamenjala člane skupščine in uprave KAD, po jesenskih volitvah 2000 (v januarju 2001) pa je sledila ponovna menjava uprave KAD (Letno poročilo KAD za leto 2000). Položaj direktorja SOD je podoben. Imenuje ga upravni odbor SOD (njegove člane imenuje vlada), z imenovanjem oziroma razrešitvijo direktorja pa mora soglašati skupščina SOD oziroma vlada, ki opravlja vlogo skupščine. Tudi položaj direktorja in upravnega odbora SOD je nestanovitno, saj se je upravni odbor v letih 1997-2000 zamenjal kar trikrat (v letu 1998 zaradi izteka mandata prejšnjega upravnega odbora; nato pa še junija in decembra 2000 zaradi menjave vlade) (Letno poročilo SOD za leto 2002). Povsem enako se je zgodilo spomladi leta 2005 po ponovnem prevzemu oblasti s strani desnih političnih strank: zamenjani so bili namreč vsi člani vseh vodstvenih organov v obeh skladih.

Položaj vodstev KAD in SOD je torej malo ali sploh neodvisen od njunega poslovanja, pač pa je močno odvisen od sestave vlade. Tudi nagrade so neodvisne od poslovanja KAD in SOD. Drugih vzvodov, ki bi upravo in direktorja obeh družb silili k čim bolj učinkovitemu poslovanju, pa ni, zaradi česar je utemeljeno sklepati, da je poslovanje KAD in SOD tudi zaradi neustreznih spodbud upravama daleč od učinkovitega oziroma optimalnega. Pri problematiki delovanja vodilnih delavcev v KAD in SOD se zastavlja tudi vprašanje njihove odvisnosti od vsakokratne vlade, saj se tako uprava KAD kot direktor SOD skoraj praviloma menjata ob spremembah vlade. To še dodatno podpira oceno, da upravi KAD in SOD ne delujeta zgolj in povsem v interesu čim uspešnejšega poslovanja, kar velja za gospodarske družbe, temveč predvsem v interesu vladajoče koalicije in njene politike.

4.2.5 MOŽNOST PREVZEMA

Prevzemi (zlasti sovražni) se v teoriji pogosto navajajo kot orodje za korporacijsko upravljanje družb ter tržni mehanizem za discipliniranje uprave. Tarče sovražnih prevzemov so namreč običajno družbe, ki poslujejo slabo ali slabše, kot bi lahko, njihovim upravam pa v primeru

uspešnega (sovražnega) prevzema grozi izguba položaja. V ekonomski znanosti ni enotnega mnenja, kako učinkoviti so prevzemi kot sredstvo korporacijskega upravljanja družb (Gilson, Black, 1995). So namreč praviloma dragi, saj mora prevzemni ponudnik delničarjem (predvsem dobro poslušajoče) družbe, ki se prevzema, običajno plačati precejšnjo premijo nad tržno vrednostjo (enako diskontiranim bodočim denarnim tokovom, ki naj bi jih družba dosegla po prevzemu, saj se sicer delničarjem bolj splača obdržati delnice). Sicer pa naj bi bil po mojem mnenju le majhen del prevzemov posledica slabega poslovanja družb.

Ker delnic državnih družb ni mogoče prosto prodajati (oziroma je prodaja mogoča šele, ko se zanjo odloči država in izpelje potrebne postopke), na njihovo poslovanje grožnja s prevzemom ne vpliva, z izjemo grožnje s privatizacijo. Državnim menedžerjem za razliko od zasebnih ni treba skrbeti, da bi njihova neučinkovitost ter rastoči dolgovi družbe lahko vodili v drastično spremembo lastniške strukture. Vedo namreč, da bodo ostali na položaju kljub slabim poslovnim rezultatom (vsaj do menjave oblasti). Popolno privatizacijo bi lahko šteli za nadomestilo sovražnemu prevzemu na področju državnih podjetij, čeprav je to stališče problematično. Prvič, medtem ko slabi rezultati v zasebnem sektorju povečajo verjetnost prevzema, slabo poslovanje v javnem sektorju nima nujno za posledico privatizacije (Shleifer, Vishny, 1994).⁴³ Drugič, grožnja s privatizacijo sicer lahko spodbudi učinkovitejše ravnanje uprave, vendar pa mora biti država pripravljena grožnjo tudi uresničiti, sicer izgubi kredibilnost, uprava pa se vrne k staremu načinu poslovanja (Shirley, Walsh, 2000, str. 34).

Prav tako je problem prevzema zanimivo prikazati na primeru upravljanja KAD in SOD, saj prevzem (privatizacija) KAD in SOD nista možna in predvidena. Delnice KAD so v izključni lasti Republike Slovenije. So prosto prenosljive, vendar je morebitna odločitev o prodaji v pristojnosti države, ki tega ne more in ne namerava storiti, saj bi ji prodaja delnic KAD – delna privatizacija torej – onemogočila uporabo premoženja KAD za pokrivanje pokojninskega primanjkljaja. Uprava KAD sicer razmišlja o morebitnem zunanjem lastniku (katerega edini cilj bi bilo povečanje vrednosti njegove naložbe), ki bi predvidoma discipliniral vlado pri poseganju v poslovanje KAD, zlasti kar zadeva njeno vlogo pri imenovanju uprave KAD (z zunanjim lastnikom vlada ne bi mogla takoj ob prevzemu oblasti postaviti na mesta članov uprave KAD ljudi, ki ji ustrezajo). Kot sem že omenil, delne privatizacije KAD ne gre pričakovati brez ustrezne rešitve problema pokojninskega primanjkljaja. Za razliko od delnic KAD delnice SOD niso v pravnem prometu. O morebitni novi izdaji delnic odloča skupščina SOD oziroma vlada. Ker pa delnice niso v pravnem prometu, prevzem seveda ni možen. Privatizacija SOD pa prav tako ni realna opcija (to izrecno še nikoli ni bilo omenjeno), saj je njen primanjkljaj previsok, SOD se pa tudi ne trudi, da bi svoje poslovanje približala standardom, ki veljajo v zasebnem sektorju, saj je transparentnost njenega poslovanja premajhna. Ne nazadnje je naloga SOD tudi, da sodeluje v denacionalizacijskih postopkih, zato bi bila domnevno sodelovanje zunanjega lastnika v SOD neprimerno, saj le-ta deluje tudi v vlogi državnega organa..

⁴³ Avtorja ugotavljata, da se kljub privatizaciji v slabo stoječih državnih družbah običajno nadaljuje politika subvencioniranja in se odlaga nujno potrebno prestrukturiranje, zato naj bi bilo učinkovitejše privatizirati dobre družbe.

4.2.6 MOŽNOST STEČAJA

Če zgoraj navedeni načini nadzora gospodarskih družb ne uspejo spodbuditi učinkovitejšega vodenja družb, preostane le stečaj, saj družba na konkurenčnem trgu ne more stalno ustvarjati izgub. Možnost stečaja je pomembna, saj postavlja zgornjo mejo izgubam, ki jih lahko ustvari neučinkovito vodstvo zasebne družbe. Poleg tega pa je stečaj tudi naravni mehanizem za zamenjavo neučinkovitih vodstvenih ekip (Stiglitz, 1988).⁴⁴ Stečaj omejuje porabo države (*budget constraint*), saj na konkurenčnem trgu tudi najbolj radodarni menedžer ne more zaposlenih plačevati občutno bolje kot konkurenca, ne da bi pri tem tvegala izgube. Stečaj je dokaj zapleten in težaven postopek za vračilo dolgov, zato tako delničarji kot upniki raje uporabljajo grožnjo upravi s stečajem kot *ex ante* mehanizem za učinkovitejšo poslovanje (in ne kot *ex post* način poplačila). V negotovem okolju naj bi grožnja s stečajem učinkovito izboljšala delovanje uprave in tako povečala vrednost za delničarje. Nekateri avtorji pa kljub temu opozarjajo, da je stečaj, ki predpostavlja obstoj učinkovitega sodnega sistema ter dobro sestavljenih pravnih pravil, učinkovit le v razvitih državah. V tranzicijskih državah naj bi stečaj vselej pripeljal vsaj do menjave uprave, poplačila dolgov in učinkovitejšega poslovanja, zlasti kadar so institucije, ki naj bi varovale lastninske pravice, šibke (Stiglitz, 1999 v Shirley, Walsh, 2000, str. 35).

Položaj podjetij v državni lasti je tudi v primeru stečaja drugačen od položaja zasebnih podjetij. Obstoj stečaja kot sredstva nadzora v javnem sektorju je namreč odvisen od odločitve vlade in njene pripravljenosti financirati državna podjetja v poslovnih težavah. Ker je država običajno lastnica podjetij prav v primerih, ko naj bi bil njen poseg v gospodarstvo potreben zaradi napak trga, obstoja meritornih dobrin ali želje po redistribuciji, je stečaj državnih podjetij v resnici skoraj nepoznan in je običajno posledica politične odločitve vlade. Politiki namreč kljub trajnim izgubam ne prenehajo subvencionirati državnih podjetij, saj jim ta omogočajo uresničevati njihove politične cilje (Shleifer, Vishny, 1994a).⁴⁵ Država se odloči za stečaj svoje družbe le takrat, ko politični stroški nadaljnjega subvencioniranja presegajo stroške stečaja. Ker povedano zmanjšuje investicijsko tveganje, se uprava državnih družb pogosteje odloča za ekonomsko neučinkovite investicijske projekte, ki koristijo določenim deležnikom podjetja (na primer zaposlenim) oziroma upravi in še povečajo neučinkovitost družbe (Shirley, Walsh, 2000, str. 35 in nasl.). Nekateri avtorji dodajajo, da – celo kadar vlada želi maksimirati družbeno blaginjo – subvencije, katerih namen je zmanjšati zunanje učinke, v praksi odvrta upravo državnih družb od stremjenja k zmanjšanju stroškov, zaradi česar ta podjetja potrebujejo vse več pomoči. Edini način za prenehanje z neučinkovito prakso subvencioniranja je po mnenju teoretikov privatizacija (Schmidt, 1996 v Shirley, Walsh, 2000, str. 35 in nasl.).

⁴⁴ Če podjetje posluje ob sicer nižjih stroških kot ostala konkurenčna podjetja, si lahko privoščijo, da sredstva ali izplačila zaposlenim ali jih naloži v kak drug proizvodni dejavnik, ki bo imel najvišji donos.

⁴⁵ Avtorja pišeta, da je razlog za nadaljevano subvencioniranje družbe, ki ima negativno vrednost za delničarje, verjetno v dejstvu, da ima taka družba kljub izgubam pozitivno vrednost za politike, saj si z njenim ohranjanjem pri življenju zagotavljajo volilne glasove zaposlenih (in zaposlenih v ostalih državnih družbah, ki zaupajo, da bo vlada ohranila tudi njihova delovna mesta).

Obenem imajo državna podjetja za razliko od zasebnih lahko izgube daljše obdobje, saj lahko primanjkljaj redno pokrijejo s subvencijami iz državne blagajne (Stiglitz, 1998 v Shirley, Walsh, 2000). Prav to naj bi bil tudi razlog, da vodstvo državnih podjetij hitreje popusti zahtevam sindikatov za zvišanje plač, zato je običajno, da plače zaposlenih v državnih podjetjih presegajo plače delavcev na podobnih delovnih mestih v družbah v zasebni lasti.⁴⁶

Tudi na področju stečaja je položaj KAD in SOD specifičen v primerjavi z drugimi zasebnimi gospodarskimi družbami. Za njune obveznosti namreč jamči Republika Slovenija, zato njun stečaj ni možen in grožnja s stečajem ne vpliva na vodenje KAD in SOD. Morebitno povečanje njunih izgub (SOD ima visok primanjkljaj, saj obveznosti iz denacionalizacije presegajo njeno premoženje; KAD pa ima izgube, ker vlada nanj prenaša dolžnost pokrivanja izgub ZPIZ, sicer bi posloval z dobičkom) bi državo spravilo v zadrego, vendar ne bi pomenilo učinkovitega vzvoda nadzora, saj je navsezadnje država pogosto »kriva« za njune izgube.

4.2.7 SKLEP

Kljub temu da je v poglavju prikazan kritični pristop do državnega lastništva in posledično obstoja KAD in SOD, je lahko delovanje obeh skladov v nekaterih primerih tudi upravičeno. Tranzicija je drag in dolgotrajen postopek, zato je država ravnala modro, ko se je odločila del premoženja v privatizaciji obdržati za poravnavo obveznosti, ki so povezane s tranzicijo. Glede na namen KAD in SOD, ki je v celoti v javnem interesu, je načeloma tudi smiselno, da družbi ostaneta v lasti države in se ne privatizirata, vsaj dokler obstajajo neporavnane tranzicijske obveznosti in dokler pokojninska reforma ni dokončno izpeljana, pokojninski sistem pa postavljen na trdnejše temelje. Tako se namreč zmanjša obremenitev letnega državnega proračuna in prekomernega pritiska na davkoplačevalce in gospodarstvo. Vendar pa bi se morala država odmakniti iz neposrednega upravljanja oziroma vplivanja na poslovanje skladov ter se zavestno odločiti, da v njuno poslovanje ne bo posegala (vključno z nalaganjem nenačrtovanih obveznosti). Kljub temu da tega sedanja ureditev ne omogoča, saj je vloga vlade, ki je izvršilni organ, pri sestavi organov upravljanja in nadzora preveč neposredna in dopušča politično poseganje, bi bilo pri upravljanju podjetij v državni lasti smiselno ravnati po OECD-jevih navodilih za korporacijsko upravljanje podjetij v državni lasti.⁴⁷ Modro bi bilo tako delno prepustiti imenovanje organov nadzora in upravljanja tudi zasebnemu sektorju in državljanom (npr. preko Gospodarske zbornice Slovenije). Ne nazadnje bodo s tem država, vlada in tudi slovensko gospodarstvo pridobili na kredibilnosti, zaradi česar bo tudi izvajanje reform, ki Slovenijo še čakajo, vsaj do neke mere lažje.

⁴⁶ Navedeno naj bi veljalo za javne uslužbence nasploh: v ZDA so plače zveznih uslužbencev za 15 odstotkov višje od plač na podobnih delovnih mestih v zasebnem sektorju. Nedavna študija OECD je pokazala, da povprečna bruto plača v javni upravi v državah OECD dosega 96 odstotkov povprečne plače v gospodarstvu, medtem ko v Sloveniji plače v javni upravi dosegajo kar 120 odstotkov tistih v gospodarstvu (Shirley, Walsh, 2000).

⁴⁷ *OECD Guidelines on the Corporate Governance of State-owned Enterprises*, 2005. Navodila vsebujejo smiselna, nezavezujoča in državnim podjetjem prilagojena pravila, ki naj jih predstavniki države upoštevajo pri upravljanju državnih podjetij.

5 VLOGA KAD IN SOD PRI VODENJU IN OBVLADOVANJU TER PRODAJI DRUŽB

5.1 SPLOŠNO O KAD IN SOD

Proces razdelitvene privatizacije, ki se je v Sloveniji začel z ZLPP, je prinesel posebno značilnost, ki je druge tranzicijske države niso poznale. Država je namreč poleg neposrednega lastništva zadržala tudi sorazmerno velik delež posrednega lastništva preko dveh državnih skladov (KAD in SOD). ZLPP je namreč določil, da se 20 odstotkov vsega privatiziranega kapitala v podjetjih prenese nanju. KAD in SOD sta v letih po začetku privatizacije, torej od leta 1992, zelo spremenila svojo strukturo naložb. Kljub temu pa njuna politika portfeljskega investitorja, ki je bila mišljena ob ustanovitvi s strani Vlade RS, načeloma ostaja nespremenjena. Oba sklada sta bila ustanovljena kot prehodna lastnika podjetij, ki naj ne bi s svojima portfeljema aktivno trgovala oziroma ju aktivno upravljala (Simoneti et al., 2001, str. 81). Menim, da sta bila sklada mišljena kot prehodna lastnika podjetij zaradi prehodne narave obveznosti, ki jih je nanju prenesla država. Njuno aktivno upravljanje pa bi pomenilo strateško vlogo obeh družb v podjetjih, kar pa je v nasprotju z njuno vlogo portfeljskega lastnika ter obenem neučinkovito za podjetja, ker bi preko skladov država izvajala politiko in interese vladajoče koalicije. Njuno aktivno trgovanje na borzi pa bi s pomisleki o trgovanju z notranjimi informacijami gospodarske družbe sprožilo zmedo pri ostalih vlagateljih, kar se navsezadnje tudi dogaja.

KAD in SOD naj torej po svoji naravi ne bi bili aktivni lastniki podjetij, zlasti pa naj ne bi koncentrirali svojih lastniških deležev v podjetjih. Toda njuna praksa je prav nasprotna. Tudi pravnoformalno sprememba lastniških deležev KAD in SOD v posameznih podjetjih ni omejena, tako da dejansko v skladu z njuno naložbeno politiko portfeljskega lastnika ohranjata svoje lastniške deleže v strateških oziroma največjih slovenskih podjetjih ter istočasno prodajata svoje naložbe v manjših in nedobičkonosnih podjetjih, še zlasti v tekstilni in obutveni dejavnosti (Repovž, 2002). Posledično tako KAD kot SOD razpolagata s premoženjem najuspešnejših slovenskih družb, kar jima omogoča izpolnjevanje precejšnjih finančnih obveznosti, ki jih je nanju s posebnimi zakoni prenesla država.⁴⁸ Sklada sta med največjimi delničarji v družbah in kot velika lastnika odločilno vplivata na njihovo upravljanje. Osnovne vire svojih prihodkov sklada tudi pridobivata iz dividend in kapitalskih dobičkov iz naslova svojih deležev v slovenskih podjetjih.

Vloga skladov naj bi bila prehodna; državi naj bi omogočila, da z rezervacijami premoženja uspešno izvede tranzicijo. Z nalaganjem novih in novih obveznosti njun obstoj postaja neomejen, z menjavo netržnih naložb za tržne pa njuna vloga na slovenskem kapitalskem trgu vse pomembnejša. Sistem njunega obvladovanja in vodenja ne omejuje političnega vplivanja na

⁴⁸ Ti zakoni so naslednji: Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, Zakon o slovenskem odškodninskem skladu, Zakon o denacionalizaciji, Zakon o zadrugah in Stanovanjski zakon.

njuno poslovanje, kar negativno vpliva na slovensko gospodarstvo. Vlada ima na poslovanje obeh družb močan vpliv, državljanji, ki so ne nazadnje njihovi lastniki, pa na njuno delovanje nimamo vpliva, kar je zlasti posledica slabe informiranosti o njunem namenu in slabe dostopnosti podatkov o njunem poslovanju. Poglavje je namenoma napisano na podlagi le tistih informacij, ki so javno dostopne vsem državljanom: zakonov, statutih, letnih poročil KAD, poročila nadzornega sveta SOD ter časopisnih člankov. Omenjeni viri ne omogočajo natančne ocene delovanja KAD in SOD, vodijo pa k zaključku, da je sistem pravil obvladovanja in vodenja obeh družb neustrezen. Tudi transparentnost njunega poslovanja bi morala biti glede na njuno naravo (državni investicijski družbi) višja od transparentnosti drugih finančnih institucij.

5.2 STRUKTURA NALOŽB KAD IN SOD V PRIVATIZIRANIH PODJETJIH

Z izvedbo procesa privatizacije po ZLPP sta KAD in SOD posamično pridobila 10-odstotni lastniški delež v vseh 1545 privatiziranih podjetjih. KAD poleg premoženja, ki ga je pridobil v postopku lastninskega preoblikovanja, upravlja tudi tri investicijske sklade: Kapitalski vzajemni sklad, Sklad obveznega dodatnega zavarovanja in Prvi pokojninski sklad (sklad prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja). Obe družbi sta svoje lastniške naložbe v podjetjih povečevali ali zmanjševali (glede na njuno dolgoročno poslovno strategijo ter poslovne in finančne načrte vsake od družb).

Medtem ko je imel KAD 31. 12. 2002 v svojem portfelju 347 gospodarskih družb z bilančno vsoto 168 milijard SIT, je v letu 2003 povečal svoje lastniške deleže za pet odstotnih točk, predvsem zaradi rasti tečajev delnic vključenih v trgovanje na ljubljanski borzi, saj te delnice predstavljajo več kot 54 odstotkov vseh dolgoročnih finančnih naložb KAD. Torej, 31. 12. 2003 je bil KAD solastnik le v 316 podjetjih. KAD vse od leta 1999 dejavno izvaja koncentracijo lastniških naložb s prodajo družb pridobljenih v procesu privatizacije. Obenem poskuša doseči optimalno razpršitev svojega finančnega premoženja z zemljepisno razpršitvijo lastniških naložb in z naložbami v dolžniške vrednostne papirje, ki s svojimi fiksnimi donosi zagotavljajo predvidljiv, stalni finančni pritek. Bilančna vsota družbe je znašala 192 milijard SIT, od tega je bilo za 121 milijard naložb v delnice podjetij. Naložb v tržnih lastniških vrednostnih papirjih (delnice, ki kotirajo na borzi) je bilo 70,3 odstotkov, medtem ko je bilo naložb v netržnih vrednostnih papirjih za 29,7 odstotkov. Leta 2001 je KAD poleg naložb v Sloveniji pričel tudi z investiranjem v tuje lastniške vrednostne papirje, in sicer v delnice dveh indeksnih skladov nominiranih v ameriških dolarjih v skupni vrednosti 223 milijonov tolarjev. V naslednjih letih je KAD delež kapitala vloženega v tujini povečal, saj je bilo tega za 11,8 milijarde SIT v trinajstih izdajah lastninskih vrednostnih papirjev na zadnji dan leta 2003 (Letno poročilo KAD za leto 2001; Letno poročilo KAD za leto 2002; Letno poročilo KAD za leto 2003).

SOD je konec leta 2003 razpolagal s sredstvi v višini 158,9 milijard SIT, od tega je bilo 100,8 milijard SIT kapitalskih naložb v delnicah in deležih gospodarskih družb, kar predstavlja več kot 63 odstotkov celotne bilančne vsote družbe. SOD je imel lastniške deleže v 285 gospodarskih

družbah, kar je znatno manj od začetnih 1285 družb. Med kapitalskimi naložbami je bilo 10 naložb v banke, zavarovalnice in druge finančne organizacije v skupni vrednosti 23,1 milijarde SIT ter 275 gospodarskih družb, v skupni vrednosti 77,7 milijarde SIT. Med slednjimi je 51 gospodarskih družb, ki so bile v postopku stečaja, ter 2 družbi v postopku likvidacije. Za 13 kapitalskih naložb pa so že bile podpisane pogodbe o prodaji, ki pa še niso bile realizirane.

V letu 2003 so na število in knjigovodsko vrednost kapitalskih naložb v lasti SOD pomembno vplivali trije dejavniki:

- v postopku lastninjenja zavarovalnic je SOD pridobil delnice Zavarovalnice Triglav in Pozavarovalnice Sava, v skupni nabavni vrednosti 9,4 milijarde SIT,
- v sodni poravnavi z RS je SOD pridobil 25 novih kapitalskih naložb v skupni nabavni vrednosti 1,1 milijarde SIT,
- konec leta 2003 je SOD v skladu s standardi vrednotenja dolgoročnih naložb v kapital drugih podjetij izvršil popravek vrednosti pri 56 kapitalskih naložbah v skupnem znesku 4,7 milijarde SIT.

Za kapitalske naložbe SOD ob koncu leta 2003 je značilna še večja vrednostna koncentracija majhnega števila največjih naložb kot leto pred tem. Okoli 10 odstotkov skupnega števila naložb je predstavljalo več kot 80 odstotkov skupne vrednosti kapitalskih naložb SOD. Šlo je za naložbe v najpomembnejše gospodarske družbe, banke in zavarovalnice v RS, med katerimi je večina delnic kotirala na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev (Letno poročilo SOD za leto 2002; Letno poročilo SOD za leto 2003; Naložbe SOD, 2004).

5.3 PRIHODNOST KAD IN SOD

KAD je že v precejšnji meri sčistil svoj portfelj, medtem ko SOD tega še ni storil. Bivši upravni odbor in direktor SOD namreč niso bili zainteresirani za prodajo netržnih manjših podjetij in obenem nakup tržnih podjetij. Po spremembah na vodilnih organih je tudi SOD začel prečiščevati svoje naložbe s kopičenjem v tržne vrednostne papirje. V prihodnosti naj bi SOD deloval v takšni obliki, kot je do sedaj, saj je njegova edina naloga poravnava finančnih obveznosti naloženih s strani države. Le-te najlažje izpolnjuje v takšni obliki, po kakršni deluje že sedaj, in sicer kot družba, ki upravlja premoženje naloženo v vrednostne papirje najbolj donosnih podjetij in obenem izdaja obveznice z rokom dospelosti kuponov do leta 2016. Njen cilj je prodajati svoje naložbe in iztržiti čim večje kapitalske dobičke ter s tem izplačati obveznice, ki so v lasti denacionalizacijskih in drugih upravičencev. Po poravnavi vseh obveznosti iz tranzicije bo družba najbrž prenehala obstajati, saj bo njeno premoženje presahnilo. Ker pa država prenaša na SOD nove in nove naloge, obenem pa tudi premoženje (Zavarovalnica Triglav d.d.), je utemeljeno sklepati, da bo družba obstajala kot finančna institucija tudi po letu 2016. Problem je, da skupni obseg obveznosti SOD še ni znan, obstaja pa velika verjetnost, da sedanje premoženje SOD ne bo zadoščalo za njihovo poravnavo. Ocenjeni primanjkljaj med premoženjem in obveznostmi sklada namreč znaša med 88,7 in 173,9 milijard SIT (Letno poročilo SOD za leto 2002; Simoneti et al., 2001). Treba pa je upoštevati, da so

tečaji delnic leta 2001 in predvsem 2002 skokovito narasli in posledično premoženje SOD, kar je obenem zmanjšalo tudi navedene številke ocenjenega primanjkljaja. Nadaljevanje trenda rasti tržne vrednosti delnic v prihodnjih letih bi lahko primanjkljaj skoraj izničilo. Kljub navedenemu pa se najbrž ni mogoče izogniti razmišljanju o prenosih novega premoženja na SOD s strani države, in sicer v privatizaciji finančnih institucij in državnih podjetij.

Tudi KAD je bil na začetku ustanovljen kot prehodna institucija, saj naj bi le-ta skrbela za zapolnjevanje primanjkljaja v pokojninski blagajni vse do popolnega prehoda na naložbeni sistem pokojninskega zavarovanja. Vendar je država z leti nanj prenesla številne nove obveznosti, ki pa so časovno neomejene.⁴⁹

5.4 VLOGA KAD IN SOD PRI VODENJU IN OBVLADOVANJU DRUŽB

Zaradi dejstva, da sta obe družbi v izključni državni lasti, bi pričakovali neko posebno ureditev upravljanja podjetij s strani obeh družb v smislu OECD-jevih navodil za korporacijsko upravljanje podjetij v državni lasti.⁵⁰ Toda zgoraj navedena teoretična izhodišča ter pravila ZGD (kolikor ni nekih specialnih določb), ki to urejajo, veljajo tudi za KAD in SOD kot delničarja slovenskih delniških družb. V slovenskem pravnem redu ni posebnih zakonov, ki bi drugače urejali njuno upravljanje podjetij. Nekaj določb v tej zvezi vsebuje statut SOD. To je določba o članih nadzornih svetov družb, v katerih je SOD delničar in so izvoljeni na njegov predlog. Ti so dolžni zastopati interese SOD v skladu z določbami ZGD, Zakona o slovenskem odškodninskem skladu, statuta SOD in sklepi upravnega odbora SOD. Tovrstna opredelitev pomeni, da skuša SOD preko svojih ljudi aktivno udeležati svoje lastniške interese v družbah, katerih delničar je, tudi na škodo ostalih delničarjev. Potrebno je vedeti, da naloga nadzornega sveta ni uveljavljanje lastniških interesov, temveč je le-to naloga skupščine delničarjev. Nadzorni svet le skrbi, da uprava posluje v korist vseh delničarjev ter da maksimira vrednost njihove investicije. Za razliko od SOD, KAD nima podobne določbe v svojem statutu, vendar pa enako vpliva na ravnanje oseb, ki so na njen predlog imenovane v nadzorne svete družb, in sicer na osnovi pravilnika o ravnanju oseb na takih položajih.

KAD in SOD sta poleg pooblaščenih investicijskih družb med največjimi lastniki podjetij v Sloveniji, saj je KAD največji lastnik v 15,4 % podjetjih, SOD pa v 5,9 % le-teh. Če pa njune deleže v podjetjih seštejemo in upoštevamo, da so upravljavska upravičenja zaradi razpršenega lastništva nesorazmerno večja od lastniškega deleža KAD in SOD, je njun vpliv na upravljanje družb v njuni lasti še toliko večji. Potrebno je vedeti, da KAD in SOD pogosto ne moreta uskladiti svojega ravnanja v primerih upravljanja oziroma prevzemov družb v njuni lasti kljub istemu lastniku – državi. Skoraj vedno pa usklajeno nastopata pri zahtevah po izplačilu višjih dividend.

⁴⁹ KAD je samostojna pravna oseba postal leta 1996 na podlagi sprememb Zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju.

⁵⁰ *Vide supra* opombo 47.

Prav tako KAD in SOD kot delničarja vplivata na upravljanje podjetij preko skupščine, nadzornega sveta, ničnostnih in izpodbojnih tožb, posebnih pravic manjšinskih delničarjev, pa tudi z medsebojnim povezovanjem in usklajevanjem ter skušata na ta način vplivati na politiko podjetij iz svojega portfelja.

Tako za KAD kot SOD je značilno, da imata svoje predstavnike v podjetjih, v katerih aktivno sodelujeta pri upravljanju. V nekaterih podjetjih imata le skupnega predstavnika, in sicer na podlagi Dogovora o temeljnih izhodiščih pri skupnem nastopanju v gospodarskih družbah, ki sta ga podpisali s pooblaščenimi investicijskimi družbami novembra leta 1995.⁵¹

Zaradi številnih skupnih interesov, ki jih imata paradržavna sklada, je njuno sodelovanje olajšano in velikokrat koristno ter produktivno. Nadalje sklada zelo dobro sodelujeta z notranjimi lastniki ter upravami v smeri dobrega poslovanja in dolgoročne stabilnosti.

KAD in SOD imata na voljo številne mehanizme aktivnega upravljanja v podjetjih: neformalni sestanki z upravo, sodelovanje na skupščini, napoved izpodbojnih tožb, nasprotni predlogi, zahteva po ugotovitvi ničnosti skupščinskega sklepa ter članstvo v nadzornih svetih. Zakonodaja ne dopušča neposrednega vplivanja delničarja na poslovanje družbe, če ta ni obenem član uprave. Kljub temu da imata KAD in SOD kot ugledni državni instituciji relativno malo zaupanja in spoštovanja s strani uprav podjetij (glej *infra* Tab. 1), pogosto prihaja do različnih neformalnih srečanj, na katerih uprave popuščajo pritiskom obeh skladov in sprejemajo njune ideje in interese pri vodenju podjetij.

Tabela 1: Primerjava ugleda KAD in SOD s strani uprav podjetij s pooblaščenimi investicijskimi družbami, poslovnimi bankami in ministrstvom za finance v letu 2002

	KAD	SOD	PID-i	PB	MF
Ocene uprav	2,41	2,33	2,12	3,52	2,93

Vir: Simoneti, 2002, str. 54.

Raziskava, katere rezultati so prikazani v Tabeli 1, je bila narejena na izbranem vzorcu podjetij, ki so bila privatizirana po ZLPP. Ocena 1 pomeni nizek ter ocena 5 visok ugled institucije s strani uprave podjetja. Oceni priljubljenosti KAD in SOD dokazujeta, da sklada v upravah podjetij uživata večji ugled kot PID-i, vendar manjšega v primerjavi z državnimi ustanovami ter predvsem poslovnimi bankami.

⁵¹ Več o dogovoru *vide infra* v poglavju 5.4.5.

5.4.1 VPLIV PRAVIL KODEKSA UPRAVLJANJA JAVNIH DELNIŠKIH DRUŽB NA KAD IN SOD

Kljub temu da Kodeks vsebuje ogromno pomembnih pravil, ki so *lex imperfecta*, se poraja občutek, da se izrecno ne opredeljuje do nekaterih vprašanj, značilnih za slovenske razmere. V mislih imam predvsem izvrševanje delničarskih upravičenj države in obeh paradržavnih skladov (KAD in SOD), ki s svojo specifično vlogo na našem trgu kapitala ter njuno dejansko glasovalno močjo kot delničarja v posamezni javni družbi lahko bistveno vplivata na procese upravljanja teh družb. Če temu dodamo še nekatera druga področja, kot so na primer vprašanje zastopanosti malih delničarjev v nadzornih svetih, vloga institucionalnih vlagateljev in podobno, lahko ugotovimo, da Kodeks *de lege lata* še ne daje odgovorov na vsa aktualna vprašanja upravljanja družb (Šercer, 2004, str. 5). Kljub temu pa Kodeks deloma ureja delovanje skladov s tem, ko vsebuje določbe o razmerju med družbo, delničarji in drugimi interesnimi skupinami (enakopravno obravnavanje delničarjev in varstvo njihovih pravic, skupščine delničarjev, razmerje med družbo in drugimi interesnimi skupinami), upravi družbe (njihove naloge in odgovornosti, sestavo, plačila, povračila in druge ugodnosti ter lastništvo delnic družbe, interesni konflikt), nadzornem svetu (naloge in odgovornosti, imenovanje in odpoklic članov uprave, sestavo, plačila, povračila in druge ugodnosti ter lastništvo delnic družbe, interesni konflikt članov nadzornega sveta, oblikovanje komisij nadzornega sveta, komisijo za kadrovska vprašanja in vrednotenje dela uprave), sodelovanju med upravo in nadzornim svetom (spoštovanje načel upravljanja delniških družb, ravnanja povezana s postopkom prevzema), povezanih družbah, reviziji in sistemu notranjih kontrol (zunanje revizorje, notranjo revizijo ter sistem notranjih kontrol) ter obveščanju javnosti (javne objave računovodskih podatkov, letno poročilo in polletno poročilo, druge cenovno občutljive informacije, koledar pomembnejših objav družbe, sklepi nadzornega sveta itd.).

5.4.2 POSEBNE PRAVICE ZUNANJIH INSTITUCIONALNIH DELNIČARJEV

Poleg splošnih pravic delničarjev, ki morajo biti pod enakimi pogoji zagotovljene vsem delničarjem, imajo manjšinski delničarji še posebne pravice, ki so vezane na določen odstotek osnovnega kapitala. Glede na to da KAD in SOD posamično glede na njune lastniške deleže pogosto (pri skupnem nastopanju pa skoraj vedno) presegata ta odstotek, lahko te pravice izkoristita, saj z njimi veliko bolj učinkovito posegata v upravljanje družbe.

Zunanji delničarji, med njimi sta tudi KAD in SOD, so velikokrat zapostavljeni pred notranjimi delničarji, predvsem glede količine in kakovosti informacij, ki so jim posredovane. V tej povezavi so zlasti zelo pomembna pravila, ki zagotavljajo enakopravnost vseh delničarjev, in sicer so to naslednja pravila o:

- kumulativnem glasovanju za članstvo v nadzornem svetu,⁵²

⁵² Kumulativno glasovanje je oblika volitev članov nadzornega sveta, pri katerem posamezni delničar lahko dodeli svoje glasove določenemu kandidatu v skladu s številom delnic. »Cumulative voting is a system whereby individual

- dvotirni upravi,
- glasovanju o pomembnejših vprašanjih, z katera se zahteva kvalificirana večina,
- pravilih o visokem kvorumu za sklepčnost skupščine ter
- sodelovanju delavcev pri upravljanju, ki naj se ne kombinira z lastnino notranjih delničarjev, ker to daje močnejši položaj notranjim delničarjev pri odločanju (Simoneti, 1997, str. 6).⁵³

V slovenski pravni ureditvi poznamo dvotirno upravljanje (poleg skupščine in uprave tudi nadzorni svet) ter kvalificirano večino pri pomembnejših vprašanjih, ne poznamo pa kumulativnega glasovanja. Za sklepčnost skupščine ni pravil o visokem kvorumu, saj skupščina veljavno odloča ne glede na višino zastopanega osnovnega kapitala.

Nadalje je za zaščito zunanjih delničarjev pomembno omejiti spremembe statotov podjetij, s katerimi bi lahko izključili njihov vpliv pri odločanju. S spremembo statuta se največkrat:

- spremenijo pravila o glasovanju v korist notranjih delničarjev,
- vnese protiprevzemne spremembe brez soglasja zunanjih delničarjev in
- enostransko uvedejo sheme za razdelitev dobička in siromaši sredstva s strani notranjih delničarjev, ki nadzirajo poslovanje.

Zapostavljenost zunanjih delničarjev v primerjavi z notranjimi, je zapečatil že 19. člen Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij. Organom podjetij daje možnost, da na avtonomen način v statut vnesejo določbe, ki na eni strani dajejo prednost notranjim lastnikom, na drugi strani pa omejujejo zunanje, zlasti institucionalne lastnike (med njimi sta tudi KAD in SOD) z določbami o prenosu delnic ali omejitvami glasovalne pravice.

V številnih podjetjih je v statute sprejeta določba, ki omejuje lastništvo in glasovanje (slednje, ne glede na siceršnje število delnic v njegovi lasti) posameznega delničarja v podjetju. Novela ZGD-F je možnost takšnega statutarnega omejevanja glasovalne pravice odpravila za delnice, ki so uvrščene na organiziran trg. Še vedno pa ostaja dovoljena uporaba pri nejavnih delniških družbah. Statutarne omejitve so v korist obeh paradržavnih skladov, saj omogočajo njuno kontrolo v podjetju.⁵⁴ Njuno glasovalno moč dodatno povečajo še pasivni mali individualni delničarji in pravila o glasovanju na skupščinah, ki predpisujejo navadno večino za sprejem sklepov.

shareholders may pool their votes in order to weight their voice for a particular board member.« (Frémond, 2000, str. 9) »*Mechanism of cumulative voting allows shareholders to allot to a single candidate a number of votes equal to the number of directors being elected. In this way, a minority bloc of shareholders may be able to assure that their views are represented on the board by at least one director.*«

⁵³ Navedena načela so priporočila tranzicijskim državam, ki naj jih karseda dosledno upoštevajo pri pisanju svojih zakonov.

⁵⁴ Statutarne omejitve so bile načeloma dogovorjene kmalu po privatizaciji na pobudo institucionalnih delničarjev. Omejitve so bile prilagojene njihovim lastniškim deležem, kar jim je omogočalo večjo kontrolo nad podjetjem. V statutu družbe Lek je bila določena 15-odstotna omejitev glasovalnih pravic, ki je bila seveda skladna z lastniškima deležema obeh paradržavnih skladov.

5.4.3 PREPOVED KONKURENCE ČLANOV UPRAV IN ČLANOV NADZORNIH SVETOV IN ODGOVORNOST SLEDNJIH

KAD in SOD v organe družb, v katerih imata lastniške deleže, pogosto imenujeta člane nadzornih svetov ter vplivata na imenovanje članov uprave. Člane nadzornega sveta praviloma izbereta izmed svojih ljudi, ki so obenem že člani v nadzornih svetih drugih družb, ali pa so člani vodilnih organov v KAD in SOD. V tem primeru se zastavlja problem prepovedi konkurence, ki ga ureja ZGD. ZGD v 41. členu določa, da člani uprav in nadzornih svetov ne morejo biti na enakih položajih v drugi družbi z dejavnostjo, ki je ali bi lahko bila v konkurenčnem razmerju z dejavnostjo prve družbe. Posebna pravila, ki pa niso vezana na dejavnost, pa vsebuje 263. člen. Ta določa, da član nadzornega sveta ne more biti:

- če je obenem član uprave te družbe,
- če je član uprave od družbe odvisne družbe,
- če je član uprave druge kapitalske družbe, v katere nadzornemu svetu je član uprave te družbe,
- če je oseba, ki po zakonu ne more biti član uprave in
- če je član nadzornega sveta že v petih drugih družbah.

Kljub temu da KAD in SOD nimata sklenjene nobene pogodbe o obvladovanju določenega podjetja, s katero bi se odvisna družba podredila skladoma kot obvladujočima družbama, sklada vendarle sta v nekaterih podjetjih obvladujoči družbi, saj imata v njih kapitalsko večinsko udeležbo (nad 50-odstotni lastniški delež). (Ivanjko, Kocbek, 1996, str. 429 in nasl.) To pomeni, da v nadzorni svet KAD in SOD ne sme biti imenovan član uprave družbe, v kateri sta KAD in SOD kapitalsko večinsko udeležena. Gre torej za omejitve iz 2., 3. in 5. točke II. odstavka 263. člena ZGD. Vedno, ko sklada imenujeta člana nadzornega sveta, je potrebno tudi preveriti, če ta oseba ni mogoče že član nadzornega sveta v petih drugih družbah, ter če morebiti ta član ni v nasprotju z določili glede vzajemnosti članov nadzornih svetov in uprav v dveh družbah. Ravno 3. točka predstavlja bistveno omejitev za državna sklada, saj slednja za člane nadzornih svetov družb največkrat imenujeta člane uprave KAD ali direktorja SOD. V takem primeru je potrebno preveriti, če ni potencialni kandidat že član nadzornega sveta KAD ali nadzornega ter upravnega odbora SOD.

Pri nadzornih svetih se pojavlja tudi problem odgovornosti članov nadzornega sveta za njihova dejanja. Člani nadzornih svetov v družbah, ki jih imenujeta KAD in SOD, so po mojem mnenju praviloma politične osebnosti, ki dobijo navodila za glasovanje neposredno na KAD in SOD oziroma posredno preko vladajoče koalicije, iz katerih strank tudi prihajajo. Za dejanja na nadzornih svetih pa odgovarjajo člani sami. ZGD v 280. členu posebej ureja odgovornost oseb, ki s svojim vplivom na družbo namenoma pripravijo člane uprave ali nadzornega sveta do tega, da posluje v škodo družbe oziroma njenih delničarjev. Te osebe so dolžne družbi povrniti zaradi tega nastalo škodo. Ta pravila bi lahko veljala tudi v primeru dajanja navodil s strani vladajočih političnih strank ter KAD in SOD. Poleg teh oseb pa so solidarni dolžniki tudi člani nadzornega sveta in uprave pod pogojem, da so pri poslovanju kršili svoje obveznosti (*duty of loyalty*).

Odgovornosti se lahko razbremenijo, če dokažejo, da so ravnali pošteno in vestno (*duty of care*), oziroma da dejanje temelji na zakonitem skupščinskem sklepu (Ivanjko, Kocbek, 1996, str. 311; Zajc, 1999).

5.4.4 SIMPTOMATIČNO GLASOVANJE ZA IZPLAČILO DIVIDEND IZ DOBIČKA PODJETJA TER NASPROTNI PREDLOGI SKLADOV NA SKUPŠČINAH

KAD in SOD dosledno sodelujeta na skupščinah podjetij (Letno poročilo SOD za leto 2003, str. 14)⁵⁵ ter zaradi ogromnih finančnih obveznosti in potrebne likvidnosti na skupščinah pogosto, kot je razvidno iz nadaljevanja tega poglavja, glasujeta za izplačilo višjih dividend. Slednje pa je rahlo v nasprotju s pričakovanji o delovanju velikih lastnikov. Tako vsako leto na rednih skupščinah pride do spora med skladoma in upravo glede razdelitve dobička.⁵⁶

Poleg pogostega predloga na skupščinah družb o razdelitvi dividend sklada vlagata tudi nasprotno predloge iz drugih vsebinskih sklopov (Letno poročilo SOD za leto 2003, str. 15).⁵⁷ V Palomi d.d. je avgusta 2002 na skupščini prišlo do spora zaradi različnih zahtev o razporeditvi dobička. Uprava je predlagala razporeditev dobička v druge rezerve, SOD pa je vložil nasprotni predlog, ki je bil izglasovan, in sicer da ostane del dobička nerazporejenega, del pa se razporedi za druge rezerve (Špeh, 2002, str. 5). Medtem ko je v prejšnjem primeru skladoma uspelo uveljaviti svoje interese, se jima le-to ne posreči vedno. Na skupščini Lesnine d.d. julija 2002 kljub visokemu lastniškemu deležu⁵⁸ nista uspela izglasovati razdelitev dobička, niti nista uspela z nasprotnim predlogom pri sestavi nadzornega sveta (Finance, 2002a, str. 7). Julija 2002 na skupščini Merkurja d.d. in avgusta 2002 na skupščini Iskre d.d. sta sklada uspešno uveljavila svoje predloge glede sestave in sejin nadzornega sveta ter razdelitve dobička (Finance, 2002, str. 5; Toplak, 2002, str. 6).⁵⁹

⁵⁵ V letu 2003 je bil SOD izjemno dejaven na skupščinah gospodarskih družb, saj je vložil skupaj 62 nasprotnih predlogov. Večina nasprotnih predlogov (77 odstotkov) je bila vložena skupaj s KAD; kot samostojni predlagatelj pa je SOD nastopil pretežno le v družbah, kjer KAD lastniško ni bila udeležena. Sodelovanje s KAD je zagotovilo vložnim nasprotnim predlogom večjo podporo, na kar nakazuje zlasti dejstvo, da je bilo kar 60 odstotkov vseh vložnih predlogov tudi sprejetih, medtem ko je bil SOD kot samostojni predlagatelj uspešen pri 50-odstotkih nasprotnih predlogov.

⁵⁶ Na primer na skupščinah podjetij: Petrol d.d., Color d.d., Mercator d.d., Krka d.d. ter Pinus TKI d.d. (<http://www.finance-on.net>, 2004).

⁵⁷ Če nasprotno predloge razdelimo po vsebinskih sklopih, lahko ugotovimo, da je SOD najpogosteje vložil predlog za spremembo in dopolnitev statutov (predvsem glede statutarnega določila o uporabi bilančnega dobička in obveščeni delničarjev). Nadaljnji nasprotni predlogi pa so zadevali oblikovanje rezerv, položaj članov uprave in nadzornega sveta, spremembe osnovnega kapitala, določila o sestavi letnega poročila, vsebino predloga uporabe bilančnega dobička, imenovanje revizorske družbe ter skupščinska pooblastila upravi za pridobivanje lastnih delnic.

⁵⁸ KAD je imel v družbi Lesnina 18-odstotni lastniški delež, SOD pa 9-odstotnega.

⁵⁹ Direktor SOD je bil celo izvoljen za člana 6-članskega nadzornega sveta Merkurja.

5.4.5 DOGOVOR O TEMELJNIH IZHODIŠČIH PRI SKUPNEM NASTOPANJU IN SPOŠTOVANJE LE-TEGA

Dogovor o temeljnih izhodiščih pri skupnem nastopanju skladov v gospodarskih družbah⁶⁰ sta KAD in SOD podpisala z nekaterimi člani združenja družb za upravljanje investicijskih skladov novembra 1995. KAD in SOD sta želela z dogovorom uskladiti svoje poslovne interese in skupno nastopanje v gospodarskih družbah. Obe družbi sta se zavezali, da bosta upoštevali naslednja načela:

- **obveščenost skladov:** v primeru nepopolnosti oziroma nepravočasnega poslanja skupščinskih gradiv v pregled, sklada takih gradiv ne bosta upoštevala;
- **izkazovanje finančnih rezultatov gospodarskih družb:** dostopnost računovodskih podatkov, revidiranje rezultatov poslovanja gospodarskih družb, ukrepanje skladov ob negativnem poslovanju družbe. Če uprava podpisnikoma tega dogovora (zunanjima lastnikoma) ne bo zagotovila navedenih podatkov, bosta z vsemi legitimnimi sredstvi poskušala uveljaviti svojo pravico do obveščenosti. Sklada bosta ob slabem vodenju družb preko nadzornih svetov predlagala tudi zamenjavo uprave in sodelovala pri izboru nove uprave.
- **delitev dobička in nagrajevanje uprave:** Primerna dividendna donosnost, ki jo sklada zagovarjata je 2-odstotna, kjer to dopušča poslovanje družbe. Najvišja nagrada, ki jo lahko dobi predsednik nadzornega sveta, naj glede na omenjena merila ne bi presegala treh plač članov uprave določenega podjetja, člani nadzornega sveta pa ne bi smeli dobiti nagrade, ki bi presegala plačo in pol člana uprave. Nagrajevanje uprave pa je zaradi individualnih pogodb bolj kompleksno vprašanje, saj so menedžerji lahko nagrajeni tudi na račun poslovnih stroškov. Pri nagrajevanju iz dobička pa naj bi veljalo, da člani uprave ne bi dobili po več kot šest plač. (Praprotnik, 2003);
- **članstvo v nadzornem svetu:** sklada se bosta skupno zavzemala za čim večji delež članstva v nadzornih svetih s tem, da se bo struktura celotnega nadzornega sveta oblikovala po kapitalskem načelu;
- **povečanje kapitala gospodarskih družb:** sklada bosta podprla povečanje kapitala zaradi novih naložb le na podlagi investicijskih programov, ki bodo jasno izražali povečanje dobičkonosnosti poslovanja;
- **odkup lastnih delnic:** sklada bosta podprla odkup lastnih delnic le z namenom zmanjševanja osnovnega kapitala ali z namenom nagrajevanja uprave in nadzornega sveta družb in
- **pravila za delovanje trga skladov:** podpisnika tega dogovora bosta na skupščinah družb glasovala usklajeno.

Podpis Dogovora o temeljnih izhodiščih pri skupnem nastopanju skladov v gospodarskih družbah ter njegova vsebina pa sprožata vprašanje uporabe določb ZPre⁶¹ v zvezi z javno

⁶⁰ Dogovor med PID-i in obema državnima skladoma, 1995.

⁶¹ Ponudba za prevzem v primeru delniškega sporazuma je urejena v I. odstavku 60. člena. Uporabiti pa je potrebno tudi 2. alinejo 80. člena, ki določa višji prag (40 odstotkov).

ponudbo za odkup. Menim, da je potrebno vprašanje rešiti s pomočjo že izoblikovane evropske sodne prakse s področja omejevanja konkurence, saj je namreč le-ta uporabila ekstenzivno razlago generalne klavzule in elastičnih pojmov v njej (Grilc, 2001, str. 590–620). S pomočjo pravne analogije pa lahko to razlago uporabimo tudi na področju delniških sporazumov v ZPre, kjer ugotovimo, da generalna klavzula poleg podpisanih sporazumov zajema tudi druge oblike skupnega delovanja v namen uresničevanja glasovalne pravice (ustni sporazumi ter celo usklajena ravnanja brez ustnih dogovorov). Kljub tej ekstenzivni razlagi generalne klavzule, pa navedeni dogovor, čeprav jasno navaja željo po skupnem glasovanju, ni zajet pod določbo 60. člena ZPre, ker gre za abstraktni sporazum.⁶² Ob upoštevanju namena zakona (teleološka razlaga), pa je cilj ZPre varovati majhne delničarje v primeru konkretnega prevzema podjetja, zato podpisniki tega dogovora niso zavezani dati javne ponudbe za prevzem.

Kljub podpisu Dogovora med skladoma in PID-i o skupnem nastopanju pri upravljanju podjetij novembra 1995, je njegovo spoštovanje odvisno od podpisnic samih. V letih po podpisu se je izoblikovala praksa, da se ta dogovor bolj spoštuje pri upravljanju podjetij, v katerih nastopajo, kot pa pri prodaji delnic teh podjetij oziroma v pogajanjih s potencialnimi prevzemniki. Pri upravljanju podjetij sklada in PID-i največkrat težijo k izplačilu čim višjih možnih dividend. Velikokrat pošljejo tudi skupnega pooblaščenca na skupščino ter skupno izberejo člana nadzornega sveta. Torej pri notranjem upravljanju posebni dogovori niso potrebni, saj zadostuje temeljni dogovor.

Pri prodajah delnic oziroma zunanjem upravljanju pa podpisniki temeljnega dogovora praviloma odstopajo od tega s sklenitvijo specialnih dogovorov oziroma delniških sporazumov in tudi pri teh velja praktično izoblikovano pravilo, da se od njih odstopa. To se je zgodilo pri prodaji lastniškega deleža KAD in SOD v Pivovarni Union. Sklada sta namreč sklenila neformalni dogovor o skupnih pogajanjih in družnem poslu, vendar je SOD kasneje s predčasno in samovoljno prodajo od tega dogovora odstopil. Bolj tesno sodelovanje pa se je med skladoma pokazalo v postopku prodaje delnic Leka, kjer je bil na začetku dovolj za sodelovanje že temeljni dogovor, kasneje pa sta skupaj s PID-i zaradi intenzivnejšega sodelovanja podpisala poseben delniški sporazum. Torej je praksa šla v smer sprejemanja specialnih dogovorov med skladoma in PID-i, saj je zelo pomembno, da dogovor ustreza značilnostim posameznega primera.

5.5 ZUNANJA OBLIKA NADZORA S STRANI KAD IN SOD

Državna sklada običajno igrata pomembno vlogo pri prevzemih družb, katerih delničarja sta. Za obe družbi velja, da poleg notranjega upravljanja podjetij (glasovanje na skupščini in članstvo v nadzornem svetu), dosledno uporabljata tudi zunanje mehanizme nadzora (prodaja ter nakup delnic podjetij). Njuno trgovanje z delnicami je razmeroma pogosto, kar je za slovenske razmere

⁶² Značilnost abstraktnega sporazuma je preprečevanje morebitnih sporov v prihodnjih potencialnih situacijah ter njegova odprtost za vse osebe in primere, na katere se kasneje pri konkretni uporabi lahko aplicira.

neobičajno. Zaradi nerazvitosti sekundarnega trga kapitala (borze), je takih transakcij pri ostalih delničarjih veliko manj (Letno poročilo KAD za leto 2003, str. 19).⁶³

KAD in SOD sta v zadnjih letih pomembno prispevala k razvoju sekundarnega trga kapitala. Spreminjala sta svoj sorazmerno visok portfelj v podjetjih in s tem opaznejše vplivala na ponudbo in povpraševanje delnic podjetij ter posledično na cene le-teh.⁶⁴ Njuna aktivna vloga na trgu kapitala, je bila najbrž posledica dejstva, da morata zaradi precejšnih finančnih bremen neprestano skrbeti za svojo likvidnost. Slednjo najlažje dosežeta s prodajo delnic podjetij oziroma z dividendami, ki jih letno izplačujejo uspešna podjetja, katerih delnice imata ter predvsem želita imeti med svojimi naložbami.

Obe družbi dosledno trgujeta z vrednostnimi papirji, in sicer na podlagi investicijske politike, ki jo natančneje določata njuna statuta. Statut SOD tako določa, da je družba dolžna zagotoviti ustrezen donos in likvidnost za izpolnjevanje prevzetih obveznosti (kar pomeni pritisk na izplačilo dividend in kopičenje naložb v tržnih vrednostnih papirjih), in opredeljuje merila, kdaj sme družba prodati svoje kapitalske naložbe. Statut KAD prav tako določa, da je cilj družbe skrbeti za donosnost in likvidnost naložb. Naložbeno politiko sprejema skupščina KAD.⁶⁵ Iz vsega navedenega lahko ugotovimo, da obe družbi kopičita svoje lastniške deleže v delniških družbah, ki kotirajo na borzi in s tem zagotavljata potrebno likvidnost. Obenem družbi tudi jasno navajata, da želita koncentrirati svoje naložbe v strateških družbah, v katerih dolgoročno pričakujeta primeren donos. V večjem številu družb, v katerih solastnika sta, poskušata KAD in SOD imenovati svoje predstavnike v nadzorne svete. Na ta način dejansko prevzemata vlogo strateškega investitorja, ne glede na to, da zaenkrat to ne moreta biti v pravem pomenu besede. S tem pa seveda odstopata od cilja likvidnosti naložb. Istočasno pa tudi njuni »strateški« lastniški deleži praviloma niso dovolj veliki in so obenem preveč razpršeni v podjetjih z različnimi dejavnostmi (zaradi pomanjkanja specifičnega znanja, ni mogoče biti strateški partner v več podjetjih s tako različnimi dejavnostmi). Sklada zaradi omejenih finančnih sredstev in obveznega izpolnjevanja tranzicijskih obveznosti tudi obstoječih deležev ne moreta občutno povečati (nad 50 odstotkov) in preoblikovati v strateško naložbo.

Zaradi omejenih finančnih sredstev sklada tudi nista sposobna finančno sodelovati pri morebitnem prestrukturiranju podjetij. Istočasno njuno strateško vlogo v podjetjih preprečuje država, ki je izključni lastnik obeh skladov in želi preko njiju uveljavljati svojo politiko in interese v podjetjih, ki jih imata KAD in SOD v strukturi naložb. Zelo pogosto tako sklada

⁶³ Leta 2003 je KAD v okviru upravljanja premoženja kratkoročnih finančnih naložb trgoval z več kot osemdesetimi različnimi vrednostnimi papirji. Pretežno so bile to delnice slovenskih gospodarskih družb, s katerimi se trguje na ljubljanski borzi. Po številu pa se je KAD temu še najbolj približal pri trgovanju s tujimi vrednostnimi papirji. KAD premoženje kratkoročnih finančnih naložb upravlja ločeno od premoženja dolgoročnih finančnih naložb. Vrednost premoženja kratkoročnih finančnih naložb je 31. 12. 2003 dosegla 2,4 milijarde SIT. Največji delež pa so imele domače delnice. Skupen promet transakcij z vrednostnimi papirji v okviru premoženja kratkoročnih finančnih naložb je leta 2003 dosegel 13,3 milijarde SIT, od tega je bilo največ prometa opravljenega z domačimi lastniškimi kratkoročnimi finančnimi naložbami, in sicer več kot 9 milijard SIT predvsem z delnicami Petrola d.d., Krke d.d. in Luke Koper d.d.

⁶⁴ *Vide infra* poglavje 5.5.1.

⁶⁵ Glej Statut Kapitalske družbe, 2004 in Statut Slovenske odškodninske družbe, 2001.

zahtevata izplačilo dividend, čeprav je slednje v nasprotju s poslovno politiko podjetja in potencialno celo ogroža njegov dolgoročni obstoj. Tudi zaradi slednjega (torej vmešavanja države in političnih interesov) KAD in SOD ne moreta pravilno izvajati vloge strateških investorjev. Navedene konflikte bi lahko sklada rešila s tem, da bi postala holdinga oziroma neke vrste finančni organizaciji.

5.5.1 PRODAJA PODJETIJ S STRANI KAD IN SOD

Kot je bilo že omenjeno, KAD in SOD pogosto nastopata na trgu kapitala s prodajanjem in kupovanjem delnic podjetij (Praprotnik, 2003).⁶⁶ Zaradi številnih ter predvsem usklajenih (Bogataj, 2004a; Letno poročilo SOD za leto 2003, str. 13)⁶⁷ transakcij z delnicami največjih slovenskih podjetij s strani obeh skladov je mogoče utemeljeno trditi, da sta zelo pomembna špekulanta na trgu kapitala v Republiki Sloveniji (Letno poročilo KAD za leto 2003; Letno poročilo SOD za leto 2003, str. 8).^{68, 69} Seveda obenem obstaja sum, da izkoriščata notranje informacije v podjetjih. Razvidno je tudi, da je veliko poslov sklenjenih v svežnjih. Kljub tem

⁶⁶ Samo nekateri primeri prodaj ali nakupov s strani KAD in SOD, ki so bili navedeni na spletni strani <http://www.finance-on.net>. Novembra 2001 sta KAD in SOD prodala delnice Etola v vrednosti dveh milijard SIT v obliki svežnja Novi ljubljanski banki. Aprila 2002 sta sklada kupovala delnice NLB, in sicer je SOD dosegel 5,05-odstotni delež, KAD pa 4,78-odstotnega. Novembra 2002 je KAD najprej prodal 25000 delnic Gorenja ter jih isti mesec spet kupal nazaj in dosegel 17,6-odstotni delež v Gorenju. Prav tako novembra 2002 sta sklada povečala svoj delež v Krki, in sicer SOD na 14,41 odstotkov, KAD pa na 9,57 odstotka. Decembra 2002 je z aplikacijskim svežnjem, ki ga je prijavila Abanka, KAD prodal 71 599 delnic Krke v skupni vrednosti 3 milijarde SIT. Nadaljnje statistika prodanih naložb KAD kaže, da je le-ta leta 2002 prodala 63 svojih naložb.

⁶⁷ Ogromno primerov usklajenih ravnanj pri transakcijah z vrednostnimi papirji predvsem pri prodajah podjetij, v katerih imata sklada lastniške deleže, je mogoče najti na spletni strani <http://www.finance-on.net>. Če navedem zadnjo usklajeno transakcijo, ko sta KAD in SOD prodali celoten delež (vsaka je imela po 6,7 odstotka) v Mladinski knjigi založbi d.d. SOD je 55 odstotkov kapitalskih naložb v letu 2003 prodala skupaj s KAD, kar pomeni, da se je glede na leto 2002 število skupnih prodaj s KAD povečal.

⁶⁸ Leta 2003 je KAD prodal za 13,2 milijarde SIT lastniških naložb v 58 gospodarskih družbah, katere največja podjetja so bila Salonit Anhovo, G & P Hoteli Bled, Cestno podjetje Kranj, SGP Tehnik Škofja Loka in TKK Srprenica, ter prejel za 3,5 milijarde dividend (prvih deset gospodarskih družb je prispevalo kar 49,8 odstotka vseh dividend, le-te pa je izplačalo 97 družb, v katerih je imel KAD lastniški delež). Osemindeset družb je prodal za gotovino, šest pa z menjavo za druge lastniške deleže. Velik delež poslov s tujimi vrednostnimi papirji je bila posledica portfeljskega načina upravljanja tega premoženja, ki zahteva stalno prilagajanje portfelja spremenjenim razmeram na trgu. Zanimivo pa je, da je bil znesek dokapitalizacij gospodarskih družb v lasti KAD v letu 2003 zanemarljiv, saj je dosegal le 17 milijonov SIT, prav tako pa je zanemarljiv znesek poslov na ljubljanski borzi, saj je dosegel le 107 milijonov SIT oz. 0,8 odstotka prodaj. Obenem je bila KAD leta 2003 dejavna pri nakupih gospodarskih družb, saj je povečala svoj delež v 33 gospodarskih družbah, in sicer v skupni vrednosti 12,8 milijarde SIT. Največje povečanje lastniških deležev v gospodarskih družbah je KAD opravila z nakupi tujih lastniških vrednostnih papirjev, nekoliko manjši pa je bil znesek nakupov delnic za gotovino. Skoraj celoten znesek nakupov za gotovino je sestavljal nakup delnic Krke, pri dokapitalizaciji pa sta imela največji delež Merkur Kranj in Terme Olimia.

⁶⁹ Prav tako je SOD ogromno trgovala s svojimi lastniškimi vrednostnimi papirji. SOD je leta 2003 prejel za 3,5 milijarde SIT dividend in zaslužil za 7,6 milijarde SIT kapitalskih dobičkov. Vrednost kupnin pridobljena na podlagi prodaj kapitalskih naložb je v letu 2003 znašala 13,1 milijarde SIT. SOD je leta 2003 podpisal 47 pogodb o prodaji kapitalskih naložb v skupni vrednosti 12,7 milijarde SIT, kar je manj kot polovico vrednosti prodaj leta 2002, ko je SOD podpisal 84 pogodb v skupni vrednosti 28,9 milijarde SIT, od katere je le prodajna vrednost Leka d.d. znašala 20,8 milijarde SIT. Največ prodaj je plačanih z enkratnim denarnim nakazilom v roku 30 dni. Je pa SOD prodajne aktivnosti usmeril predvsem v prodajo slabših kapitalskih naložb, v katerih se SOD-u zaradi slabih poslovnih rezultatov in koncentrirane lastniške strukture hitro zmanjšuje vrednost. Večina prodajnih pogodb sklenjenih v letu 2003 se je nanašala na prodajo majhnih kapitalskih naložb, ki so manjše od 100 milijonov SIT. Je pa bilo 29 kapitalskih naložb prodanih s kapitalskim dobičkom in 18 z izgubo.

številnim transakcijam, pa sklada ne nameravata prodati vseh podjetij, saj to ne bi bilo v skladu z njuno dolgoročno strategijo in preoblikovanjem. Zanimivo je tudi, da predstavniki slovenskih podjetij in tujih vlagateljev dnevno obiskujejo sedež KAD in SOD ter se zanimajo za nakup delnic družb.⁷⁰

KAD med drugim prodaja deleže v podjetjih po internetu, saj na svoji domači spletni strani predstavlja razpredelnico s podjetji, matičnimi številkami in deležem KAD v njih.⁷¹

Prav tako SOD na veliko razprodaja svoje premoženje, pri čemer le-ta močno favorizira domače kupce svojega portfelja.⁷² Kljub vsemu pa želi SOD zadnje čase v razprodajo premoženja preko mednarodnih razpisov v revijah *Economist* ali *Financial Times* vključiti tudi tuje vlagatelje, saj bi to pomenilo dvig cene delnic. Takšna razprodaja pa ne bi bila smiselna v vsakem primeru. Nekateri delničarji so namreč podpisali delniške sporazume, s katerimi so se obvezali, da ne bodo prodali delnic ravno komurkoli. V drugih primerih pa bi bil odpor uprave tako močan, da delnic ne bi bilo smiselno prodajati prek razpisa. Dodati pa je treba, da bi v nekaterih primerih prodaja prek mednarodnega razpisa koristila poslovanju podjetja, še zlasti v situacijah, ko družba dobršen del proizvodov proda na zahodnih trgih. Obenem je jasno, da je SOD-ov delež v nekaterih podjetjih tako majhen, da je najbolj smiselno, da se za odkup dogovorijo z največjim lastnikom podjetja.

5.5.2 OBVEZNOST UPORABE ZAKONA O JAVNIH FINANCAH (v nadaljevanju ZJF)

Vse do sedaj predstavljene deleže v podjetjih sta sklada prodajala na organiziranem trgu vrednostnih papirjev oziroma preko borznih hiš na prostem trgu vrednostnih papirjev. Včasih pa v medijih zasledimo, da sklada lastniške deleže prodajata tudi na podlagi poziva za javno zbiranje ponudb za nakup delnic.⁷³

Na tem mestu se zastavlja vprašanje, ali sta KAD in SOD v vseh primerih prodajanja lastniških deležev zavezana ravnati po ZJF, Zakonu o izvrševanju proračuna Republike Slovenije za leti 2004 in 2005 (v nadaljevanju ZIPRS) in Uredbi o postopkih prodaje in drugih oblikah razpolaganja z državnim premoženjem (v nadaljevanju Uredba).

⁷⁰ Glej spletno stran <http://www.finance-on.net>. Predstavniki Istrabenza so se pri KAD-u zanimali za nakup Petrola, ta pa za nakup Istrabenza.

⁷¹ Spletna stran KAD je <http://www.kapitalska-druzba.si>.

⁷² KAD je 24-odstotni delež v družbi SCT d.d. prodala družbi Ceste mostovi Celje. SOD je delnice Intereurope prodala Luki, delnice Cometa KAD, delnice Gorenja pa Gorenju in KAD (<http://www.finance-on.net>, 2004).

⁷³ Na primer 24. 12. 2002 je bil v Delu na 14. strani objavljen Poziv za javno zbiranje ponudb za nakup delnic družbe Talum, Tovarne aluminija d.d., Kidričevo. Delnice je poleg Elektra-Slovenije prodajal tudi KAD (oba v 100-odstotni lasti RS), in sicer 6 odstotkov delnic. Poziv se je skliceval na določbe Zakona o javnih financah, Zakona o izvrševanju proračuna RS ter Uredbe o postopkih prodaje in drugih oblikah razpolaganja z državnim premoženjem (Delo, 2002, str. 14).

ZJF v svojem III. odstavku 80.a člena⁷⁴ določa, da se določbe tega zakona in posledično tudi Uredbe in ZIPRS ne uporabljajo, če posebni zakoni to natančneje oziroma drugače urejajo. Ustanovitvena zakona SOD in KAD (ZSOS in ZPIZ) tega področja ne urejata, njuna statuta sta pa hierarhično pod zakoni. To pomeni, da določbe le-teh ne moreta razveljaviti, za prodajo lastniških deležev pa je nujno uporabiti določbe ZJF, Uredbe in ZIPRS. Za dokončni odgovor o uporabi navedenih določb je potrebno preveriti, ali sklada sta subjekta po navedenih predpisih. Tako ZJF v 2. točki I. odstavka 80.a člena kot Uredba v 3. točki I. odstavka 3. člena določata, da se predpisa uporabljata tako za finančno premoženje države kot tudi za kapitalske naložbe, ki jih ima pravna oseba (v našem primeru KAD in SOD, *mnenje B. P.*), v kateri ima država oziroma občina večinsko kapitalsko naložbo (družba mati), v drugih gospodarskih družbah (hčerinska družba), pri čemer družba mati v razmerju do hčerinske družbe v pretežni meri izvaja dejavnost upravljanja hčerinske družbe, glavna pridobitna gospodarske dejavnosti, ki je lahko drugačna od dejavnosti mater, pa se izvaja v hčerinski družbi. Po razlagi navedene določbe lahko ugotovimo, da se določbe ZJF, Uredbe in ZIPRS uporabljajo tudi za prodajo lastniških deležev KAD in SOD.

Zaradi navedenih ugotovitev se postopek prodaje lastniških naložb KAD in SOD lahko izvede, le če so predhodno izpolnjeni pogoji po II. odstavku 80.c člena ZJF:

- predmet prodaje mora biti vključen v sprejeti letni program prodaje finančnega premoženja, ki ga določi Vlada RS za prihodnje proračunsko obdobje na predlog Ministrstva za finance, sprejme pa ga Državni zbor; v njem je naveden odstotek kapitalske naložbe, ki se prodaja,
- imenovana mora biti komisija in
- sprejet mora biti posamezni program prodaje (pravni temelj, opredelitev ciljev prodaje, opredelitev metod prodaje, obrazložitev pripravljalnih dejanj).

Metode prodaje finančnega premoženja so določene v 80.f členu ZJF, in sicer:

- prodaja mora biti izvedena na način, ki zagotavlja enakopravno obravnavanje ponudnikov ter preglednost postopkov prodaje,
- če je cilj prodaje doseganje čim višje kupnine, mora biti opravljena:
 1. javna ponudba,⁷⁵ ki je na nedoločen krog oseb naslovljeno javno vabilo k nakupu pod vnaprej objavljenimi pogoji in vsebuje vse bistvene sestavine pogodbe ali
 2. javna dražba,⁷⁶ ki je javna prodaja pod vnaprej objavljenimi pogoji prodaje, pri kateri je pogodba sklenjena s ponudnikom, ki ponudi najvišjo ceno ali
 3. javno zbiranje ponudb,⁷⁷ ki je na nedoločen krog oseb naslovljeno vabilo, naj pošljejo ponudbo za nakup določenega premoženja.
- če je cilj prodaje poleg maksimalne kupnine tudi širši gospodarski interes države, zlasti doseganje trajne in stabilne gospodarske rasti in doseganje konkurenčnejšega in

⁷⁴ Novela ZJF iz leta 2002 je zakonu dodala novo poglavje z naslovom Prodaja državnega oziroma občinskega finančnega in stvarnega premoženja, ki obsega določbe od 80.a do 80.j.

⁷⁵ Sinonim je *licitacija*.

⁷⁶ Tudi *avkcija*.

⁷⁷ Uporablja se tudi izraz *tender*.

uspešnejšega gospodarskega sistema, se z zainteresiranimi kupci opravijo pogajanja o ključnih elementih pogodbe.

Zaradi navedenih togih določb in sodelovanja Vlade RS in predvsem Državnega zbora, prihajajo s KAD in SOD očitki, da jim navedene določbe onemogočajo fleksibilnost pri prodajah lastniških deležev v podjetjih. Slednje je zlasti omejujoče pri podjetjih na Ljubljanski borzi, saj lahko investitorji kapitalske izgube ob spremembi tržnega tečaja delnic preprečijo le s hitrimi odzivi. Sklada imata v podjetjih vlogo portfeljskega lastnika, zato je v njunem interesu tudi špekuliranje z vrednostnimi papirji. Te očitke pa popolnoma zanika 2. alineja 2. točke IV. odstavka 80.f člena ZJF, ki določa, da se prodaja lahko opravi s sklenitvijo neposredne pogodbe, če se z dolžniškim vrednostnim papirjem ali delnico trguje na organiziranem ali prostem trgu. Če pa se z delnico ne trguje na nobenem od teh trgov, pa je treba uporabiti pri prodaji vse navedene določbe. V tem primeru pa fleksibilnost ni omejena, ker hitre reakcije niso potrebne.

Menim, da bi bilo potrebno navedene določbe spremeniti, ker smiselno niso povsem prilagojene vsakdanjim situacijam, v katerih prihaja do prodaje kapitalskih naložb, kljub temu da fleksibilnost delovanja ni omejena že z navedeno določbo, ki ne zahteva uporabe togih postopkovnih pravil v primeru trgovanja na organiziranem ali prostem trgu. Cilj določb o razpolaganju z državnim premoženjem je zagotavljanje transparentnosti oziroma preglednosti postopkov ter gospodarnosti poslov. Obenem pa pravila ne smejo biti preveč stroga, da ne omejijo fleksibilnosti trgovanja. Pri sestavljanju postopkov bi bilo potrebno zagotoviti tako transparentnost postopkov kot poslovno učinkovitost transakcij, zato bi bilo nujno uporabo navedenega togega postopka omejiti še v naslednjih treh primerih:

- v primeru postopka javnega odkupa delnic (prevzemni postopki), kjer je transparentnost zagotovljena že s postopkovnimi določbami v ZPre,
- razpolaganje z minimalnimi deleži, saj togi postopki stroškovno niso upravičeni in
- razpolaganje s premoženjem na skupščinah podjetij s skupščinskimi sklepi (združevanje podjetij, povečanje in zmanjšanje osnovnega kapitala podjetij in drugi prenos premoženja).

V navedenih predpisih je urejeno, kaj je potrebno storiti s kupnino od prodaje lastniških deležev, vendar se sklada teh pravil ne držita (Praprotnik, 2002a, str. 2).⁷⁸ V 74. členu ZJF je namreč določeno, da je kupnino od prodaje kapitalskih naložb potrebno načeloma uporabiti za odplačila dolgov v računu financiranja. Razen če poseben zakon drugače določa, se lahko uporabi za drugačen namen. Za uporabo kupnine od prodaje lastniških vrednostnih papirjev obeh skladov veljajo sicer posebni zakoni, ki določajo finančne obveznosti KAD in SOD. O tem pa je bilo že veliko povedanega.

⁷⁸ KAD je velik del kupnine od Leka vložil v tujino, in sicer 80 odstotkov v dolžniške vrednostne papirje predvsem državne obveznice v tujini. Torej s kupnino od Leka niso pokrivali obveznosti do pokojninske blagajne. Tudi SOD je 80 odstotkov kupnine vložil v dolžniške vrednostne papirje s fiksno obrestno mero, ker zasleduje konservativno naložbeno politiko, 20 odstotkov pa v lastniške vrednostne papirje.

5.5.3 PREVZEM DRUŽB

ZPre - kot je bilo že navedeno - velja le za prevzeme javnih družb (z delnicami, katerih se trguje na borzi; če je bil izveden postopek javne ponudbe delnic oziroma je družba dobila dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev). KAD in SOD v primeru prodaj javnih podjetij, v katerih imata lastniške deleže, želita iztržiti čim več.⁷⁹ Ker pa se za prevzem uporabljajo pravila ZPre, prodaja podjetja poteka pod pogoji zakona in je dosežena cena enaka ceni, ki je ponujena vsem ostalim delničarjem. Tako KAD kot SOD v večini javnih družb nastopata z visokimi lastniškimi deleži, zato je njuna pogajalska moč pri določanju prevzemne cene za delnico, ki bo veljala za vse delničarje, zelo pomembna. Iz vsega navedenega lahko ugotovimo, da je v primeru prevzema javne družbe zelo pomembno, da sta sklada aktivna v fazi pogajanj o prevzemni ceni s ponudnikom za odkup delnic. Od njune odločitve so odvisni uspehi številnih prevzemov. Med drugim je bila njuna vloga zelo pomembna pri prevzemanju Pivovarne Union s strani Interbrewa in Pivovarne Laško. Prvi je objavil ponudbo za odkup delnic po ZPre, medtem ko se je slednji uspel izogniti določbam ZPre. Uspeh prevzemnika je bil odvisen od odločitve KAD in SOD, na njuni odločitvi o prodaji pa je vplivala vlada s svojimi ljudmi na vodilnih mestih v obeh družbah ter številnimi razpravami o slovenskem nacionalnem interesu.

5.5.4 DOGOVOR MED POTENCIALNIM PREVZEMNIKOM IN INSTITUCIONALNIMI DELNIČARJI

Svojevrstna oblika slovenske privatizacije je torej v nejavne delniške družbe prinesla značilno porazdelitev kapitalskih deležev posameznih imetnikov vrednostnih papirjev. Večjim delničarjem institucionalne narave (KAD, SOD ter pooblašcene investicijske družbe), ki v povprečju pokrivajo preko 40 odstotkov kapitala posamezne delniške družbe, sledi več manjših vlagateljev (zaposleni, menedžerji, bivši zaposleni in njihovi potomci), katerih deleži so enakomerno razporejeni in praviloma dosega le nekaj desetnih odstotka celotnega kapitala podjetja. Njihov posamičen vpliv na upravljanje družbe pa je praviloma zanemarljiv. Za uspešno izveden prevzem je torej potrebno pridobiti tudi delež katerega izmed večjih institucionalnih lastnikov, zlasti če se njihov skupni delež približuje večinskemu. Takojšnja sklenitev kupoprodajne pogodbe in realizacija prenosa lastništva vrednostnih papirjev povzročita namreč morebitnemu prevzemniku tveganje pojava neuspele investicije, v kolikor v nadaljevanju prevzema ne bi uspel pridobiti večinskega kapitalskega deleža. Ob navedenih težavah za prevzemnika se zdi primernejše, da potencialni prevzemnik v pogajanjih z institucionalnimi delničarji, kateri so pripravljeni prodati svoj portfelj v izbrani ciljni družbi, poskuša dogovoriti sklenitev predpogodbe ali prodajne pogodbe z odloženim prenosom lastništva. V takšni pogodbi pa si prevzemnik zagotovi možnost odstopa od pogodbe v določenem roku proti plačilu

⁷⁹ KAD in SOD želita tudi pri prodaji nejavnih družb, za katere ne veljajo pravila ZPre, doseči čim višjo prevzemno ceno. V želji, da bi dosegla visoko ceno in z zavedanjem o visokem lastniškem deležu ter posledično s preveliko samozavestjo o njuni pogajalski moči in razpoložljivih kakovostnih informacijah v primerjavi z malimi fizičnimi delničarji, se pogosto pogajata, medtem ko prevzemnik uspešno kupuje delnice od malih delničarjev. Nazadnje dosledno prihaja do situacij, ko KAD in SOD ob uspešnem prevzemu ostaneta v družbah kot manjšinska lastnika, zaradi česar je vrednost njune naložbe manjša, kot je bila pred prevzemom (<http://www.finance-on.net>, 2004).

odstopnine, ki je hkrati tudi ara za uvrstitev zaveze in se všteva v kasnejšo kupnino; le-ta se sicer realizira z iztekom roka za odstop od pogodbe ob hkratnem prenosu lastništva delnic. Interes prevzemnika na izvršitev kupne pogodbe v primeru uspešne pridobitve preostalih deležev pa se zavaruje z določitvijo pogodbene kazni ali ustanovitvijo zastavne pravice na vrednostnih papirjih v korist prevzemnika.

5.5.5 DELNIŠKI SPORAZUM ZA PRODAJO, PRIMER LEKA, PONUDBA ZA PREVZEM TER POSEBEN SPORAZUM S POTENCIALNIM PREVZEMNIKOM

Delniški sporazum je pogodba, ki jo sklenejo večinski lastniki z manjšinskimi delničarji. V primeru, če se sklene tak sporazum in pogodbeniki obvladujejo več kot 40 odstotkov kapitala v podjetju (zaradi posebnih določb v ZPre), so le-ti oziroma posamezni delničar, ki se mu kasneje pridružijo preostali delničarji (v tem primeru ni potrebna vnovična objava ponudbe za prevzem), dolžni dati ponudbo za prevzem. V primeru sklenitve delniškega sporazuma je potrebno razkriti njegovo vsebino. Sporazum lahko določa, kako morajo delničarji glasovati ter kako bodo prodajali delnice. Lahko tudi določa, da se morajo njegovi podpisniki strinjati s spremembami kapitala v podjetju, o nakupu ali prodaji njegovih hčerinskih podjetij itd. (Smrekar, 2002b, str. 2).

Ravno sklenitev delniškega sporazuma je bil eden izmed mehanizmov pogajanja večinskih lastnikov Leka z manjšinskimi delničarji. Večji slovenski institucionalni lastniki Leka (KAD, SOD in PID-i) so torej z namenom osnovanja delničarske koalicije podpisali delniški sporazum, ki pa je bil odprt tudi za vse ostale potencialne lastnike delnic.⁸⁰ Primarni cilj sporazuma je bil izpogajati od Novartisa čim višjo ceno za delnico družbe.⁸¹ V ta namen so v sporazum vključili določbe o sklicu izredne skupščine Leka, na kateri naj bi predstavniki kapitala v nadzorni svet imenovali še enega zastopnika in upravi družbe onemogočili izrabo instituta odobrenega kapitala,⁸² sedanjim delničarjem pa predkupno pravico ob morebitni izdaji novih delnic Leka (Bertoncelj, 2002b, str. 4).

Vse odločitve v okviru delniškega sporazuma so se sklepale na vodilnih organih KAD in SOD, torej so bili njihovi sklepi hkrati odločitve celotne ekipe v delniškem sporazumu, kar je razvidno tudi iz pogostih vzajemnih srečanjih obeh vodilnih iz skladov ter Novartisa. S svojo politiko sta sklada močno vplivala na interese drugih delničarjev, tudi tistih, ki niso podpisali delniškega sporazuma. S pogajalsko močjo na podlagi lastniškega deleža sta namreč izpogajala višjo ceno za delnice, kar je bilo navsezadnje v korist vsem delničarjem.

⁸⁰ Sporazum so podprli tudi drugi večji delničarji Leka: Zavarovalnica Triglav, Abanka, ter Luka Koper. Vsi delničarji, ki so pristopili k sporazumu so imeli skoraj 47-odstotni lastniški delež, s katerim ne bi mogli preprečiti prevzema Leka, saj bi za to potrebovali najmanj 51-odstotni delež (Bertoncelj, 2002a, str. 3). Po sestavi široke delničarske koalicije, ki sta jo vodila KAD in SOD, pa so stekla intenzivna pogajanja s predstavniki Novartisa.

⁸¹ Večinski delničarji so zahtevali 105 tisoč SIT za delnico, na to ceno pa je Novartis kasneje pod vztrajnim pritiskom institucionalnih delničarjev tudi pristal (Bertoncelj, 2002a, str. 3).

⁸² Uprava Leka je imela možnost povečati osnovni kapital družbe za 3 milijarde SIT (Bertoncelj, 2002b, str. 4).

Po sprejetju delniškega sporazuma se je ves čas zastavljalo vprašanje, na kar so opozarjali tudi nekateri mali delničarji, ali so podpisniki dolžni dati ponudbo za prevzem v skladu z ZPre in skupnem delovanju. Pravni strokovnjaki so trdili, da ne gre za prave vrste delniški sporazum, ki bi v skladu z ZPre zahteval javno ponudbo za prevzem. Za pravi delniški sporazum bi namreč šlo le v primeru, če bi lastniki skupaj nastopali pri upravljanju podjetja (postavitev svojega nadzornega sveta, svoje uprave in podobno). Torej podpisniki niso bili zavezani dati javne ponudbe za prevzem, ker sporazum ureja izključno prodajo delnic Leka (Praprotnik, 2002, str. 4). To mnenje je bilo za KAD in SOD ugodno, saj bi v primeru drugačnega morala ponuditi prevzem Leka po višji ceni, kot jo je bila konkurentova - torej Novartisova.

Menim, da bi po razlagi, ki je natančno navedena v poglavju 5.4.5 (*vide supra*), delničarji Leka, ki so podpisali navedeni delniški sporazum, oziroma sporazumno le eden izmed njih morali dati javno ponudbo za prevzem po I. odstavku 60. člena ZPre ob upoštevanju specialnega pravila v 2. alineji 80. člena, da je za obveznost postavitve ponudbe za prevzem v primeru institucionalnih delničarjev (KAD, SOD in PID-i) izpolnjen prag 40 % glasovalnih pravic podjetja. V tem primeru gre za konkreten delniški sporazum, ki kljub trditvam strokovnjakov ne ureja le prodaje delnic, temveč tudi glasovanje na bodočih skupščinah Leka,⁸³ torej je le-ta podvržen strogim določbam ZPre o ponudbi za odkup podjetja.

Posebna oblika zavarovanja lastnikov, ki nameravajo ostati v prevzetem podjetju, je tudi sklenitev posebnega delniškega sporazuma s potencialnim prevzemnikom. To je bila tudi ena izmed opcij v primeru prevzema Leka, saj sta KAD in SOD izrazila namero, da bi z določenim deležem ostala v Leku. S tem instrumentom lahko manjšinski lastniki zavarujejo svoje interese. V sporazum se lahko vnese določila, da brez soglasja podpisnikov sporazuma ni mogoče izvoliti nadzornega sveta, imenovati ali razrešiti uprave, odpustiti zaposlenih, pripojiti podjetje drugemu podjetju, ter da se denar ne sme prelivati k večinskemu lastniku preko transfernih cen. V sporazum se lahko tudi zapiše, da bo v primeru kršitev le-tega večinski lastnik moral plačati kazen; po splošnih obligacijskih pravilih je sicer slednje potrebno izterjati na sodišču. V sporazum se lahko vnese tudi prodajno opcijo, katera lastniku, ki ostane v podjetju, omogoči, da preostale delnice prevzetega podjetja kadarkoli proda prevzemniku. Vedno seveda obstaja možnost oziroma strah, da večinski delničar sporazuma ne bi spoštoval. Kljub visokim pogodbenim kaznim, ki so zapisane v sporazumu, se je namreč potrebno vprašati, ali bi sodišče sploh zagotavljalo pravno varstvo v primeru takega delniškega sporazuma. Veliko bolj trdna in učinkovita varovalka bi bila enakovredna določba v statutu podjetja; v statutu bi se na primer lahko določilo, da se za določene spremembe v podjetju zahteva soglasje 90 odstotkov delničarjev. Toda težko je verjeti, da bi prevzemnik privolil v takšne spremembe statuta (Bertoncelj, 2002, str. 3).

⁸³ Sklada sta na prvi skupščini Leka po začetku prevzemnega postopka zavnila spremembe statuta oziroma odpravo omejitve glasovalnih pravic na 15 odstotkov. Poleg tega nista podprla predloga uprave, da lahko prevzemnik kupi lastne delnice podjetja. Kasneje sta z novo zahtevano izredno skupščino želela spremeniti statut v določbah, ki upravi omogoča povečanje osnovnega kapitala brez prednostne pravice dosedanjih delničarjev do nakupa (<http://www.finance-on.net>, 2004).

5.5.6 VPLIV KAKOVOSTNO IN KOLIČINSKO BOLJŠIH INFORMACIJ KAD IN SOD PRI DOLOČANJU PREVZEMNE CENE IN ISKANJU ALTERNATIVNIH PREVZEMNIKOV TER NAMEN TRDNIH POGAJANJ

Prednost KAD in SOD, česar se sklada odlično zavedata in obenem izkoriščata, je njuno večje in boljše poznavanje informacij zaradi visokih kapitalskih deležev v podjetjih ter svojih članov v nadzornih svetih le-teh. Navsezadnje imata velike možnosti pridobivati in izkoriščati notranje informacije, kar pa je bilo opaziti tudi pri prevzemu Leka. Sklada sta sicer v času prodaje Leka zatrjevala, da uprava skriva vse informacije glede prevzema, čeprav je zelo verjetno, da sta tako KAD kot SOD razpolagala z notranjimi informacijami, ki jih nista sporočila javnosti, kljub obveznosti obveščanja. Le-te sta celo izkoristila ter kot portfeljska lastnika kupovala delnice Leka in seveda posledično zaslužila še večje kapitalske dobičke (Smrekar, 2002c, str. 3).⁸⁴ Veliki institucionalni delničarji kot sta tudi KAD in SOD si lahko privoščijo⁸⁵ (zaradi praktično neomejene količine razpoložljivih denarnih sredstev) izdelavo primerljivih strokovnih analiz tako s strani uglednih bančnih korporacij kot profesionalnih organizacij in svetovalcev.⁸⁶

Doseči čim višjo prevzemno ceno za delnice Leka pa ni bil izključni namen pogajanj KAD in SOD. Čeprav sta sklada portfeljska investitorja, sta se v pogajanjih pokazala tudi v vlogi strateškega lastnika. Zahtevala sta na primer zaščito osnovnih strateških usmeritev, stabilnost delovnih mest, obdržanje samostojnega razvojnega oddelka v Sloveniji, vključitev strateškega partnerja v podjetje, ki ga nameravata prodati,⁸⁷ pravno zaščito deklariranih interesov in ohranitev blagovne znamke ter firme. Glede na to da sklada nimata ciljev, usmerjenih v dolgoročno panožno strategijo podjetij in posledično tudi ne stremita k večinskemu (nad 50-odstotnemu) deležu v podjetjih, je za obe družbi pomembno, da se povezujeta v koalicije zaradi večje pogajalske moči v primeru pogajanj o prevzemnih pogojih (ohranitev firme, menedžment, naložbe, prepoved odpuščanj v določenem časovnem roku, prevzeto podjetje naj bi na začetku nastopalo samostojno na tržiščih). Njuna močna pogajalska izhodišča so ugodna tudi za makroekonomske stabilnost, saj sta v primeru prodaje Leka dosegla izplačilo kupnine v tolarjih in tuji valuti glede na potrebe prodajalca delnic. S tem sta KAD in SOD preprečila večja nihanja na deviznih trgih.

⁸⁴ KAD je v štirih mesecih povečal svoj delež iz 14,60 odstotka na 14,79 odstotka, prav tako je SOD povečal delež iz prvotnih 10,86 odstotka na 11 odstotkov.

⁸⁵ KAD in SOD sta se s pomočjo svetovalne hiše Nomura odločili iskati novega konkurenčnega ponudnika za prevzem Leka. S tem sta želeli zvišati prevzemno ceno ter obenem pritiskati na Novartis, da bi zvišal ponudbo. Vse skupaj je potekalo preko medijev, kateri so objavili, da imata sklada že resne interesente, ki nameravajo objaviti konkurenčno ponudbo za prevzem (Repovž, 2002).

⁸⁶ Analizo vrednosti Leka je za KAD in SOD napravila japonska svetovalna hiša Nomura, in sicer je naredila analizo primerljivih podjetij in podobnih transakcij ter s pomočjo ocene Lekove prodajne moči na svetovnem trgu oziroma diskontiranega denarnega toka določila dejansko vrednost Leka (Repovž, 2002).

⁸⁷ Leta 2003 sta sklada iskala dolgoročnega strateškega partnerja za podjetje Paloma d.d., katerega večinska lastnika sta bila ravno oba državna sklada skupaj (Praprotnik, 2003).

5.5.7 KAPITALSKI DOBIČKI KAD IN SOD

Poleg tega da sklada pogosto stremi k izplačilu dividend, je v njenem interesu čim večji kapitalski dobiček v primeru prodaje delnic podjetij ter večanje svojega premoženja na račun rasti tečaja delnic na borzi, v katerih imata lastniške deleže. Za njiju je bilo tako zelo uspešno leto 2002, saj sta s svojimi naložbami zaslužila skupaj 35,73 milijard SIT le z desetimi najuspešnejšimi podjetji v prvih sedmih mesecih tega leta zgolj na račun tečajnih razlik (Smrekar, 2002a, str. 3).⁸⁸ Prav posebej pa je na zaslužek skladov vplival prevzem Leka, saj sta skupaj le oktobra in novembra 2002 zaslužila dobrih 24 milijard SIT na račun rasti tečaja delnic desetih največjih družb (Smrekar, 2002, str. 5).⁸⁹

Pri podjetjih, ki niso tako uspešna oziroma poslujejo celo z izgubo, želita KAD in SOD v primeru prodaje delnic, le-te prodati najmanj po ceni knjigovodske vrednosti. Tako je bilo tudi v primeru podjetja Intertrade ITA d.d., v katerem sta imela sklada skupaj 15,4 % delnic in sta bila druga največja lastnika poleg Interma s 84,3 % delnic. Na skupščini tega podjetja je skupna pooblaščenka KAD in SOD že drugo leto zaporedoma glasovala proti izključitvi podjetja iz borzne kotacije.⁹⁰ Izključitev bi bila po mnenju uprave zaradi nelikvidnosti delnic podjetja in zmanjšanja stroškov vsekakor koristna. Sklada pa sta očitno poskušala uveljaviti svoj interes, čeprav ni bil v korist podjetja, in sicer izstop iz podjetja po ekonomski ceni. Ponudba uprave (17 tisoč SIT za delnico) je bila zanju bistveno prenizka, saj sta želela vsaj knjigovodsko ceno delnice (40 tisoč SIT). (Sovdat, 2002, str. 5)

Njun interes maksimiranja kapitalskih dobičkov je bilo mogoče opaziti tudi pri prodaji deleža v Pivovarni Union. Sklada sta se namreč dobro zavedala, da v pogajanjih z Interbrewom o prevzemni ceni, od katere je odvisen kapitalski dobiček, ni pomembna zgolj ta, temveč tudi njuna naložba v Pivovarni Laško. Cena delnice Pivovarne Laško bi se namreč lahko v primeru uspešnega prevzema Pivovarne Union s strani Interbrewa precej znižala,⁹¹ kar bi obenem pomenilo izničenje dobička (Pogačar, 2003, str. 48).⁹² Sklada, ki sta ta element v pogajanjih ves čas poudarjala, sta dosegla prizadevanje Interbrewa, da bo našel kupca za skladowe delnice Pivovarne Laško (Smrekar, 2001, str. 2).⁹³

⁸⁸ KAD je zaslužil 16,71 milijard SIT, SOD pa 19,02 milijard SIT.

⁸⁹ Ta največja podjetja so: Lek, Krka, Petrol, Terme Čatež, Mercator, Istrabenz, Luka Koper, Gorenje, Intereuropa in Pivovarna Laško.

⁹⁰ Za sprejem te odločitve je potrebno soglasje 90 odstotkov kapitala (Sovdat, 2002, str. 5).

⁹¹ Do tega bi prišlo, ker bi to obenem pomenilo neuspešen prevzem s strani Pivovarne Laško kot konkurenta, ki bi ostal v Pivovarni Union manjšinski lastnik - torej brez pravice do upravljanja ter brez možnosti za prodajo manjšinskega deleža, kar bi posledično zaradi slabšega položaja pomenilo padec cen delnic Pivovarne Laško na borznem trgu (Pogačar, 2003, str. 48).

⁹² KAD in SOD sta imela v Pivovarni Laško dokaj visoke lastniške deleže (KAD – 7,33 % in SOD – 6,96 %), zato bi drastičen padec cen teh delnic pomenil zmanjšanje njunega premoženja in posledično izničenje kapitalskega dobička, ki bi ga prejela v primeru prodaje delnic Pivovarne Union Interbrewu.

⁹³ S tem dosežkom v pogajanjih sta KAD in SOD odpravila tveganje zmanjšanja njunega premoženja zaradi potencialnega znižanja vrednosti delnic Pivovarne Laško ter si izgovorila posebno prodajno opcijo (*put* opcijo) po vnaprej določeni ceni.

Dosedanje izkušnje pri prevzemih kažejo, da v primeru prevzemne ponudbe pride do splošne rasti tečajev delnic podjetij in ne samo do rasti cene delnic podjetja, za katerega je dana ponudba za odkup. Kot je bilo že nakazano to posledično poveča premoženje lastnikom delnic, predvsem pa velikim delničarjem, med katerimi sta tudi KAD in SOD. Nadaljnji nivo cen delnic podjetij pa je odvisen od uspešnosti prevzema, saj njegov morebitni neuspeh povzroči padec cen na trgu kapitala na predprevzemno raven in obenem zmanjšanje premoženja delničarjev. Navkljub vsemu je tudi strah s strani KAD in SOD pred neuspešnim prevzemom in posledicami le-tega upravičen, saj imata sklada visoke lastniške deleže v slovenskih podjetjih, katerih delnice so na borzi oziroma na prostem trgu.

6 PROBLEM NEUČINKOVITOSTI DIREKTNEGA IN POSREDNEGA POLITIČNEGA VPLIVA NA GOSPODARSTVO (government failure)

Neposredno upravljanje državnih podjetij s strani države ter posredni vpliv vladajoče koalicije na upravljanje družb preko obeh skladov se kaže na treh nivojih (prva dva sta makroekonomska in tretji je mikroekonomski):

- neposredni in posredni vpliv vlade pri upravljanju in prodaji družb z upoštevanjem nacionalnega interesa glede lastništva;
- vpliv nacionalne strategije gospodarskega razvoja na upravljanje družb neposredno s strani države ter posredno preko državnih skladov in
- strateški oziroma portfeljski *corporate governance* neposredno s strani vlade in posredno preko državnih skladov.

6.1 VPLIV NACIONALNEGA INTERESA NA UPRAVLJANJE DRUŽB

Tako kot država tudi državna sklada pri upravljanju ter predvsem pri prodaji naložbenih deležev v družbah upoštevajo stališče vladajoče koalicije do nacionalnega interesa glede lastništva slovenskih družb. Nacionalni interes je širok pojem, vendar bom za razlago uporabil le interes glede lastništva družb, ki imajo sedež v Sloveniji oziroma so bile vključene v postopek privatizacije po ZLPP. Pod zaščito nacionalnega interesa je mišljeno ohranjanje nacionalnih družb v slovenskih rokah, kar naj bi po mnenju nekaterih ekonomistov omogočalo višje blagostanje Slovencev in povečanje družbene koristnosti (Štiblar, 2000, str. 25–44). Za zagotavljanje izvajanja strategije gospodarskega razvoja (v kolikor seveda država to želi) je pomembno, da država slednje uresničuje tudi z mikroekonomskimi instrumenti, torej na ravni družb, kar pa lahko počne le, če so te pretežno v slovenskih rokah. Torej v primeru, da država ne bi imela izoblikovanega stališča do nacionalnega interesa, in sicer v prid ohranjanju družb v slovenskih rokah, bi se odrekala lastnim mikroekonomskim vzvodom (temeljem) za izvajanje lastne strategije, kot sta močni slovenski finančni sektor in stabilno slovensko gospodarstvo. Če bodo na slovenskem ozemlju prevladujoči tuji lastniki gospodarskega in finančnega sektorja, strategije gospodarskega razvoja ne bodo uresničevali. Vlada bi tudi lažje in bolj učinkovito uveljavljala ukrepe fiskalne politike na slovenski borzi, če bi le-ta postala večja in bolj likvidna. Vlada potrebuje močne slovenske družbe, nacionalne koncerne, ki bodo pripravljene in sposobni sodelovati z njo in izvajati njeno ekonomsko politiko, ki bo prvenstveno v interesu Slovencev. Glede vprašanja strateškega lastništva na mikroekonomskem nivoju pa je po mojem mnenju na tem mestu potrebno navesti, da lastništvo v smislu tuji ali domači lastnik ne vpliva na strateško upravljanje družb.

Problem nacionalnega interesa je, da vsaka politična opcija glede njega praviloma izoblikuje drugačno stališče. Torej stališče Državnega zbora ni povsem enako stališču vlade, še celo stališča posameznih političnih strank v koaliciji, ki sestavljajo vlado, so praviloma drugačna.

Najbrž je bil eden izmed razlogov za preostanek visokih deležev v številnih slovenskih podjetjih v državnih rokah preko obeh skladov tudi lažje izvajanje trenutnega stališča vlade do nacionalnega interesa. Ker ima vsak državni organ in politična stranka svoje stališče in le-ta tudi imenuje svoje člane posameznega organa v državnih skladih, pogosto pride celo do sporov med organi znotraj obeh skladov.

6.2 VPLIV NACIONALNE STRATEGIJE NA UPRAVLJANJE DRUŽB

V Strategiji gospodarskega razvoja iz julija 2001⁹⁴ sta med drugimi opredeljena tudi cilja prestrukturiranje družb in povečevanje konkurenčnosti podjetniškega sektorja. Republika Slovenija ima namen dokončati tranzicijsko prestrukturiranje podjetniškega sektorja s konsolidacijo lastništva, z vzpostavitvijo učinkovite lastniške strukture in učinkovitega vladanja družb oziroma z afirmacijo novih dolgoročnih lastnikov v družbah. V manjših in srednje velikih podjetjih s prevladujočim deležem notranjih lastnikov ostaja lastništvo razmeroma razpršeno. V velikih družbah pa prevladujejo institucionalni lastniki. Taka kapitalska sestava ne omogoča učinkovitega vodenja družb, temveč je le vmesna stopnja procesa privatizacije. Večina institucionalnih lastnikov, med drugimi predvsem državna sklada, gleda na družbe v svoji lasti zgolj kot na finančne naložbe in v teh družbah nima namena biti del strateške lastniške skupine. Za doseglo povečane konkurenčnosti podjetniškega sektorja je pomembna pospešitev procesa konsolidacije lastništva, vzpostavitve učinkovite lastniške strukture oziroma afirmacije pravih dolgoročnih lastnikov v družbah. Dosedanji institucionalni lastniki dolgoročno niso zainteresirani za razvoj družb, ker to ni v skladu z njihovo vlogo portfeljskega lastnika v smeri čim višjih dividend. Slednje pa navsezadnje ni v korist družbe in njenih razvojnih naložb, ki bi povečale konkurenčnost družbe. Prav tako pa zaradi omejenega znanja ni mogoče, da bi bila sklada lahko uspešna strateška lastnika v tako široki množici dejavnosti.

6.3 POSREDNI IN NEPOSREDNI DRŽAVNI VPLIV PREKO DRŽAVNIH SKLADOV IN REŠITVE

Država ima zaradi svojih dolgov, ki jih financirata sklada, legitimno pravico neposrednega nadzora nad njunim poslovanjem, zato jima tudi pomaga ohraniti vrednost in likvidnost portfeljev. Potrebno se je zavedati, da zaradi vpliva države preko vlade pri menjavanju le-te pogosto pride do sprememb naložbenih politik v obeh skladih. Zaradi obveznosti, ki jih imata do države, jima le-ta dosledno pomaga koncentrirati deleže v javnih družbah⁹⁵ (s prodajo delnic v le-teh brez javnih razpisov). Kot je bilo že nakazano, državna sklada zaradi njunih finančnih obveznosti, ki jih je z zakoni naložila država, ne moreta prispevati k strateškemu prestrukturiranju družb, pač pa sta prav nasprotno odvisna od dobičkov družb za njihovo poravnavanje. Prisiljena sta glasovati za izplačilo dividend in preprečevati odločitve, ki bi

⁹⁴ Strategija gospodarskega razvoja Slovenije 2001–2006, 2001.

⁹⁵ Zaradi različne uporabe navedenega izraza je potrebno navesti, da se v magistrskem delu le-ta uporablja izključno za družbe, s katerih delnicami se trguje na borzi, ne glede na to, ali gre za organiziran ali za prosti trg.

zmanjševale njuno glasovalno moč. S tem neposredno in posredno preprečujeta prav strateško upravljanje in prestrukturiranje družb.

Za rešitev neučinkovitosti državnega vpliva bi morala glede na to, da sta oba sklada v izključni državni lasti in posledično tudi njuni lastniški deleži v družbah, za njuno trgovanje z delnicami in deleži gospodarskih družb veljati pravila, ki bi zagotavljala popolno in učinkovito javnost ter transparentnost postopkov (npr. javni razpis, licitacija, zbiranje ponudb, borzna pravila), na katerih bi lahko konkurirale vse pravne in fizične osebe, da bi se vsaj s formalno pravilnim postopkom izognili pristranskosti oziroma negospodarnosti delovanja obeh skladov. Alternativna rešitev je seveda čimprejšnji izstop obeh državnih skladov iz družb.

Več kot očitno je, da država preko državnih skladov posega v gospodarjenje podjetij in tako uveljavlja svojo politiko mimo ekonomskih interesov gospodarskih družb. Ne glede na različne ocene obsega in značaja intervencij, ki jih oba sklada izvajata, temu da ju država uporablja kot instrument svoje politične moči, ne gre oporekati. Tudi sicer je jasno, da imata sklada kot pomembna lastnika v večjih podjetjih možnost odločilno vplivati na kadrovska vprašanja, in to formalno prek nadzornih svetov, ki jih (so)oblikujeta, neformalno pa tudi prek drugih poti, ki se velikim lastnikom vedno odpirajo. Sklada v imenu države odločata tudi o kapitalnem povezovanju gospodarskih družb, ker svoje delnice prodata ali pa tudi ne prodata in oblikujeta svoj portfelj tako, da sta močna zlasti v tistih družbah, kjer je to v interesu vlade.

Nadaljnji problem, ki se pogosto pojavlja v primeru neposrednega političnega interesa v gospodarstvu, je korupcija. Njen izvor moramo vsekakor iskati v ozki prepletenosti ekonomske in politične elite, do česar pride zaradi velikega deleža državnega lastništva v večini gospodarskih podjetij, prek katerega ima oblast možnost vplivati na razporejanje njej podrejenih kadrov v vodstva podjetij in s tem na ugodne poslovne in finančne odločitve. Ker ponujajo ta mesta nadpovprečno vabljive nagrade, privabljajo korupcijo, posredno pa zapirajo možnosti za profesionalizem. Obenem je jedro problema nastal z nejasno privatizacijo družbene lastnine, saj je le-ta potekala preko enake brezplačne razdelitve premoženja vsem državljanom. Medtem ko so nekateri nepoučeni posamezniki pridobljene delnice prodajali zelo poceni, so si nekateri menedžerji z več informacijami in boljšo perspektivo o prihodnosti poceni povečevali lastniške deleže v podjetjih.

Na neprivlačnost vlaganj v slovenska podjetja (najverjetneje tudi zaradi prisotnosti državnih skladov) kaže tudi razmeroma nizek delež tujega lastništva v Sloveniji. Poleg tega so nekatera področja ostala v večinski lasti države, denimo telekomunikacije, energetika in mediji. Večinoma so to monopolna podjetja, katerih poslovanje tudi ni podvrženo konkurenčnim pritiskom, učinkovitost pa je tudi zato nižja. Interesi vladajočih strank se tako prelivajo v upravljanje podjetij, v delitev vse večjih nagrad. Nastalo je tipično stanje interesne in prihodkovne povezave med ekonomsko in politično elito (Kos M., 2004).

Slednje dodatno potrjuje nujnost izstopa državnih skladov in njihovih predstavnikov iz slovenskih podjetij ter njihovih nadzornih svetov. Do sedaj sta s pomočjo države sklada izstopala predvsem iz nejavnih podjetij in koncentrirala deleže v javnih podjetjih. Nadaljnji izstopi bi bili možni tudi z zamenjavo lastniških v dolžniške vrednostne papirje, vendar je to primerno le za večja in dobro poslujoča podjetja. S tem bi se povečala finančna disciplina obeh družb, pa tudi njunih portfeljnih podjetij. Glede na njune naloge, bosta sklada poslovala dlje, kot je bilo pričakovano ob njuni ustanovitvi, zato je potrebno izboljšati tudi njuno obvladovanje in natančno določiti obveznosti in cilje njunega upravljanja. Izboljšanje njunega upravljanja bi lahko vodilo tudi do hitrejšega in učinkovitega izstopanja iz podjetij. S slednjim pa bi imela koristi prav država, neposredno z verjetnostjo višjih cen izstopov in posredno, z višjimi rednimi prihodki v proračun zaradi boljšega obvladovanja podjetij (Simoneti et al., 2001, str. 81 in nasl.). Na daljši rok pa je izstop obeh družb iz podjetij in finančnih institucij potrebno spodbujati z njunimi naložbami v državne obveznice, kar je v skladu z osnovnim poslanstvom financiranja državnega proračuna. Glede na obveznosti KAD in SOD bi bilo nedvomno bolj transparentno, če bi se obveznosti iz denacionalizacije in pokojninskega primanjkljaja poravnemale z običajnimi državnimi obveznicami, saj tako država preko skladov ne bi mogla posegati v upravljanje drugih gospodarskih družb.

Druga možnost za rešitev problema posrednega državnega lastništva preko obeh državnih skladov pa bi bila v privatizaciji upravljanja portfelja obeh družb, tako da bi svoj portfelj (razpršen na več enot) na razpisu ponudila v upravljanje zasebnim družbam za upravljanje po kriteriju največje donosnosti in ob primernem tveganju, družbi pa naj bi še vnaprej zadržali svoje obveznosti in sami upravljali svojo pasivo, to je obveznosti iz obveznic in pokojninskih polic oziroma drugih nalog. Podobno ureditev določa tudi zakon, ki ureja poslovanje pokojninskih skladov. S tem bi na eni strani obdržali javno lastništvo v gospodarstvu (kar samo po sebi ni tako napačno), a hkrati prekinili ali vsaj zelo zmanjšali možnosti za politično vplivanje na gospodarske družbe mimo ekonomskih interesov. Vsekakor bi bil vpliv teh družb na upravljanje podjetij pregleden in v okviru pravic, ki bi si jih družbi pridržali ob sklenitvi pogodbe, s katero bi družbam za upravljanje predpisali politiko upravljanja portfelja. Rešitev tudi ne bi imela večjih negativnih posledic za slovenski kapitalski trg, saj bi morale družbe za upravljanje po nalogu obeh družb skrbeti za postopno vnovčenje vrednostnih papirjev, tako kot to vелеva zapadlost njihovih obveznosti. Rešitev bi bila skladna tudi z ureditvijo, po kateri morajo poslovati investicijske družbe in vzajemni skladi. Evropska in slovenska zakonodaja namreč štejeta takšne družbe kot tisti del finančnega sistema, katerega poslovanje je v javnem interesu in zato pod nadzorom neodvisnih nadzornikov (pri nas Agencije za trg vrednostnih papirjev). Zakonodajalec določa pravila razpršitve portfelja in s tem povezanih tveganj, predvsem pa določa pravila javnega poročanja, tako da so varčevalci redno obveščeni o gibanju vrednosti njihovega premoženja. Za upravljavce so predpisana pravila obnašanja in licence. Državna sklada trenutno nista predmet opisanega nadzora. Pri njiju gre seveda za državno premoženje, pa vendar za premoženje, od katerega je odvisno izpolnjevanje pričakovanj širokega kroga posameznikov in institucionalnih lastnikov. Tako pa zdaj sploh ne vemo, kako državna sklada gospodarita, ali bolje ali slabše, kot gospodarijo družbe za upravljanje

premoženja, ki so jim ga zaupali vlagatelji. Zelo zanimivo bi bilo videti poročilo o tem, kaj sta iz svojega portfelja napravila v zadnjih treh ali petih letih državna sklada, kaj pa na primer ta ali oni vzajemni sklad. Ugotovili bi, kolikšna je cena političnih intervencij preko obeh državnih skladov, oziroma kakšen je ekonomski učinek upravljanja delniškega portfelja družb v državni lasti (Finance, 2004).

Tretja možnost za privatizacijo državnega premoženja pa je že večkrat izražena ideja, da bi država umaknila svoj neposredni lastniški interes iz gospodarstva s prodajo državnega premoženja. Strokovnjaki predlagajo ustanovitev posebnega sklada (*Rainy Day Fund*, v nadaljevanju *RDF*), ki bi ga upravljali na mednarodnem razpisu izbrani neodvisni strokovnjaki (Finance, 2004a).⁹⁶ *RDF* oziroma sklad za stabiliziranje proračuna (*budget stabilization fund*) je namreč posebna vrsta sklada, ki se ustanovi z namenom reševanja problema državnih proračunskih presežkov in primanjkljajev. Torej se sredstva vplačujejo v sklad, ko ima država proračunski presežek, in odlivajo iz sklada v državni proračun v primeru primanjkljaja. Te vrste skladi so v zahodni Evropi in ZDA zelo pogosti in so lahko ustanovljeni tudi v druge podobne namene, na primer poseben študijski sklad za zagotavljanje študijskih sredstev (*Education Proration Prevention Fund*), poseben sklad za zagotavljanje nepovratnih sredstev itd. Med seboj se razlikujejo po: namenu ustanovitve, načinu pridobivanja sredstev (proračunski presežek se lahko ob zaključku proračunskega leta neposredno prelije na račun sklada; potem je višina vplačanih sredstev lahko odvisna od rasti osebnega dohodka v državi; sredstva se lahko zagotavljajo iz posebno opredeljenih pridobitnih dejavnosti: pridobivanje zemeljskega plina, črpanja nafte ali mineralne vode itd.), načinu izplačevanja sredstev (sredstva se lahko v začetku proračunskega leta neposredno prelijejo v proračun; lahko so namenjena reševanju naravnih nesreč, potem se lahko omeji višina odlivov sredstev iz sklada, se določi povrnitev iz sklada odlitih sredstev v nekaj letih itd.) ter sami velikosti (višina sredstev sklada je lahko omejena z določenimi odstotki od celotnega proračuna ali njegovih prihodkov, absolutnimi vsotami itd.).⁹⁷

Z ustanovitvijo te vrste sklada in prenosom premoženja nanj pridobljenega s prodajo državnih podjetij in lastniških deležev obeh skladov bi v Sloveniji lahko rešili problem vsakoletnega financiranja primanjkljaja v pokojninski blagajni, problem vrnitve premoženja denacionalizacijskim in drugim upravičencem in s tem razbremenili oba državna sklada ter problem financiranja državnega proračunskega primanjkljaja in investiranja oziroma drugačne porabe državnih proračunskih presežkov.

⁹⁶ Takšen sklad ima na primer Norveška, vanj pa se steka del dobička od sedanjih visokih cen nafte, vsi prilivi iz tega naslova torej niso namenjeni neposredni proračunski porabi. Upravljanje sklada so Norvežani zaupali upravitelju, izbranemu na mednarodnem razpisu ter s tem še dodatno zmanjšali vpliv politike na zbrana sredstva.

⁹⁷ Glej spletna naslova: www.itepnet.org/pb25rdf.pdf, 2005 ter www.ncsl.org/programs/fiscal/rdf1997.htm, 2005.

7 VLOGA NOTRANJIH LASTNIKOV PRI KORPORACIJSKEM UPRAVLJANJU PODJETIJ

7.1 ZAPOSLENI KOT LASTNIKI

V kontekstu slovenske privatizacije je vsekakor potrebno posvetiti posebno pozornost zaposlenim, saj jih je slovenski model privatizacije množično spremenil v delničarje.⁹⁸ Sodelovanje zaposlenih v dobičku ali kapitalu družbe je lahko pozitivno iz več razlogov. Prvič, s sodelovanjem v kapitalu in pri odločanju zaposleni pridobijo dodatno motivacijo za medsebojno nadzorovanje, kar posledično lahko izboljša produktivnost dela. Sodelovanje zaposlenih v kapitalu in zlasti pri odločanju (upravljanju) tudi znižuje asimetrijo informacij med menedžerji in zaposlenimi, izboljšuje komunikacijo med zaposlenimi in vodstvom podjetja ter posledično spodbuja oblikovanje podjetja kot notranje organizacije ter razvoj podjetju specifičnega človeškega kapitala. Načeloma so tako zaposleni delničarji v tistih dejavnostih, kjer imajo zunanji delničarji izrazito visoke stroške nadzora (zaradi visoke asimetrije informacij itd.); v teh podjetjih delavsko lastništvo torej deluje kot mehanizem reševanja problema principal-zastopnik (problem agenta).⁹⁹ Nadaljnje lastništvo delnic tudi potencialno povečuje stroškovno oziroma x-učinkovitost (*x-efficiency*) družbe, saj delavci načeloma povečujejo delovni napor v tistih družbah, kjer so hkrati tudi delničarji.

Obstajajo tudi določeni negativni učinki. Prvič, sodelovanje zaposlenih pri odločanju (iz naslova udeležbe v kapitalu) lahko upočasni oziroma oteži sprejemanje odločitev v podjetju. Delavci so zato navadno delničarji v tistih družbah, kjer so si zaposleni po svojih lastnostih podobni, imajo enak status ter opravljajo enako vrsto dela. V družbah, kjer so delničarji delavci, se torej največkrat sprejemajo pravila in predpisi, ki težijo k poenotenju višine plače in interesov delavcev (Simon, 1957; Leibenstein, 1975). Empirični podatki tudi kažejo, da družba, kjer so delničarji pretežno zaposleni, na trgu težje pridobi kapital. V tuji literaturi je sicer mogoče zaslediti razprave o tem, da naj bi delavci postali delničarji predvsem v tistih dejavnostih, kjer je njihov nadzor povezan z visokimi stroški. Empirični podatki pa prikazujejo ravno nasprotno, in sicer naj bi se delavci pojavljali kot delničarji ali imetniki poslovnih deležev prav v tistih družbah, kjer je produktivnost delavcev dobro razvita in lažje obvladljiva. S sodelovanjem pri odločanju se v teh družbah delavska participacija ne uveljavlja zgolj z namenom nadzora, temveč zato, da bi zaposlenim zagotovila določeno varnost in s tem spodbudila njihovo

⁹⁸ Pred leti so zaposleni lastniki dominirali v številnih podjetjih, saj jih je večina delnice podjetij pridobila na podlagi prednosti zamenjave certifikatov za delnice podjetij, v katerih so bili zaposleni. V zadnjem času pa zaposleni kot lastniki izgubljajo odločilno vlogo pri upravljanju podjetij, saj jih je večina delnice prodala (Damijan, Gregorič, Prašnikar, 2004, str. 19). Kljub temu pa je v Sloveniji zadnja leta mogoče opaziti povezovanje in skupno delovanje zaposlenih delničarjev, na primer predstavnik delavcev v podjetju Metal d.d. želi, da bi imeli notranji lastniki v podjetju 26-odstotni delež, trenutno pa imajo 20-odstotnega. Preostali manjkajoči delež želijo nabaviti od novega lastnika, saj se bodo s tem lahko izognili raznovrstnim špekulacijam med zunanjimi lastniki (Biščak, 2003).

⁹⁹ Problem zastopani-zastopnik nastane kot posledica ločitve upravljanja in lastništva. Gre za primere, kjer se cilji zastopnika (agenta) in zastopanega (principala) večinoma razlikujejo. V teoriji družb se navadno cilji uprave in delničarjev razlikujejo.

zavezanost podjetju ter razvoj podjetju specifičnih znanj (*firm specific investments*).¹⁰⁰ (Alchian, Demsetz, 1972; Prašnikar, Gregorič, Čok, 2005, str. 1 in nasl.)

Zaključim torej lahko, da je vpliv notranjega lastništva na učinkovitost podjetij pravzaprav rezultat različnih dejavnikov, ki delujejo v podjetju. Načeloma ima notranje lastništvo v primerjavi z zunanjim prednost v zmanjševanju stroškov agenta in v vzpodbujanju podjetju specifičnih investicij (*firm-specific human capital*). Kljub temu pa empirični podatki kažejo, da so družbe, kjer so delavci delničarji, uspešne (učinkovite) samo v tistih primerih, ko so interesi zaposlenih homogeni in poistoveteni z interesi zunanjih delničarjev. Mešanje notranjega, zunanjega in državnega lastništva glede na teoretične zaključke lahko učinkovito samo takrat, kadar ima večina delničarjev čimbolj homogene interese (Hansmann, 2000).

7.2 MENEDŽERJI KOT LASTNIKI

7.2.1 SPLOŠNO O MENEDŽERSKEM LASTNIŠTVU

O menedžerskem lastništvu govorimo v primeru, ko je lastništvo kapitala družbe delno (ali v celoti) v rokah menedžmenta, ki to družbo vodi, torej v rokah članov uprave v našem sistemu in notranjih izvršnih direktorjev v ameriškem sistemu (*executive, inside directors*).

Institut menedžerskega lastništva je zanimiv s stališča korporacijskega upravljanja, saj menedžerji kot dejanski upravljavci izvršujejo tudi del lastniških upravičenj lastnikov družbe. Prihaja torej do prepletanja dveh vrst interesov in dveh vrst funkcij v eni sami osebi, in sicer upravljaljskih in lastniških.

Interesi menedžmenta že po naravi njihovega dela niso v skladu z interesi delničarjev v družbi, saj si menedžment med drugim prizadeva predvsem za čim višje nagrade in dohodke (osebne koristi), kar znižuje dobiček in posledično dividende delničarjem. Menedžerji so namreč strokovnjaki, ki za plačilo vodijo podjetja, zato imajo nedvomno tudi nekatere interese, ki niso izključno materialne narave, temveč so vezani na osebno izpolnitev in ugled. Interes delničarjev pa je temu nasproten, in sicer pridobiti čim višje dividende in/ali kapitalski dobiček. Delničarji namreč investirajo določeno premoženje v korporacijo, ker pričakujejo donos na svojo investicijo. Z združitvijo teh dveh interesov in oblasti (s tem ko damo menedžerjem v družbi lastniški delež in dobimo menedžerje lastnike) pride do zanimivih prepletanj, ki vplivajo na poslovanje družbe, kontrolo v njej in korporacijsko upravljanje v celoti. Na eni strani lahko udeležba menedžerjev v kapitalu vodi do večje poenotenosti ciljev menedžerjev s cilji lastnikov in posledično omili problem agenta. Na drugi strani pa lahko menedžersko lastništvo, še zlasti previsoko, vodi do popolne diskrecije menedžerjev (*entrenchment*) in zmanjšuje moč nadzora zunanjih lastnikov.

¹⁰⁰ Na primer v odvetniških pisarnah, saj so izdelki pravnikov oziroma odvetnikov precej transparentni in je njihova kvaliteta in kvantiteta lahko preverljiva.

Velikost lastniškega deleža menedžmenta v gospodarskih družbah je odvisna od številnih dejavnikov. Nanj tako vplivajo pravno in gospodarsko okolje, v katerem družba posluje, tveganost poslovanja družbe, kapitalska intenzivnost, intenzivnost investiranja, predvsem pa velikost družbe. V družbah z bolj tveganimi dejavnostmi so navadno deleži menedžerjev večji, saj je usklajenost interesov menedžerjev z interesi družbe še pomembnejša. Nadaljnje so deleži menedžerjev v velikih družbah navadno relativno majhni, v majhnih družbah pa so izjemno veliki ali pa jih sploh ni. Delež v določenem nominalnem znesku je namreč v majhni družbi relativno velik, v veliki družbi pa je zanemarljiv (Demsetz, Lehn, 1985).

Vsi navedeni dejavniki torej kažejo na obstoj nekega »optimalnega« deleža menedžerskega lastništva; slednji vsekakor izhajata tudi iz ocene učinkov lastništva menedžmenta na uspešnost podjetij.

7.2.2 VPLIV MENEDŽERSKEGA LASTNIŠTVA NA KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE PODJETIJ

Nekateri strokovnjaki v svojih raziskavah uspešno prikazujejo pozitiven vpliv menedžerskega lastništva na uspešnost poslovanja oziroma delničarsko vrednost v družbah, in sicer v smislu dveh pozitivnih vplivov, ki ju ima menedžersko lastništvo na uspešnost poslovanja družbe. Prvi je motivacijski vpliv (*incentive alignment effect*), drugi pa je vpliv podražitve prevzema (*takeover premium argument*).

Prvič, z udeležbo v lastništvu se interesi menedžerja bolje uskladijo z interesi delničarjev. S tem ko je menedžer kot lastnik kapitala vezan na družbo, navadno ravna z njenim premoženjem veliko skrbneje kot bi sicer. Kot lastnik družbe menedžer bolje ovrednoti investicijske projekte preden se spusti v tvegane investicije, sebi in drugim pa izplačuje manjše denarne zneske ter znatno omeji zadolževanje družbe, kar je osnovni razlog za uvajanje lastniške udeležbe menedžmenta v družbah. Večji ko je menedžerjev vložek v družbo, bolj je ta nanjo vezan in bolj so z njo usklajeni njegovi interesi, kar pozitivno vpliva na delničarsko vrednost vseh lastnikov družbe (Fama, 1980).

Vpliv podražitve prevzema je prav tako pozitiven na poslovanje družbe, ker so menedžerji pri vodenju družbe manj obremenjeni z grožnjo sovražnega prevzema na trgu korporacijske kontrole (*market for corporate control*). S tem, ko si lastijo določen lastniški delež, namreč otežujejo in dražijo sovražne prevzeme (Stulz, 1988). Navedena ugotovitev pomembneje velja v anglosaksonskem korporacijskem modelu, kjer ima trg vrednostnih papirjev veliko pomembnejšo funkcijo trga kontrole v gospodarskih družbah kot v Sloveniji.¹⁰¹ V povezavi z navedeno hipotezo je bilo v ZDA narejenih več analiz. Raziskava iz leta 1995 proučuje povezavo med menedžerskim lastništvom in donosnostjo premoženja v sto trinpetdeset velikih ameriških korporacijah. Avtorji ugotavljajo, da se donosnost premoženja opazno povečuje s

¹⁰¹ Primer sovražnega prevzema je bil prevzem Pivovarne Union s strani Pivovarne Laško. Ta bi bil neizmerno lažje izvedljiv, če bi bilo na primer 30 odstotkov delnic družbe v rokah članov uprave Pivovarne Union.

povečanjem lastniškega deleža glavnega menedžerja v družbi (*CEO – chief executive officer*), lastniški deleži drugih menedžerjev in večjih delničarjev (*blockholders*) pa nimajo opaznega vpliva (Mehran, 1995).

Na drugi strani pa je mogoče zaslediti strokovne raziskave, ki prikazujejo negativen vpliv menedžerskega lastništva na uspešnost poslovanja družbe oziroma delničarsko vrednost, in sicer v dveh negativnih vplivih menedžerskega lastništva v družbi: vpliv osebnih koristi (*entrenchment effect*) in vpliv cene kapitala (*cost of capital argument*).

Z večanjem lastniškega deleža si menedžer tudi večja kontrolo, to je glasovalno moč na skupščini delničarjev in posledično tudi možnost vplivati na določene odločitve, med drugim tudi na sestavo nadzornega sveta družbe. Tako lahko pride v skušnjava, da to glasovalno moč izkoristi ter sprejema odločitve, ki ne prispevajo k povečanju premoženja vseh delničarjev, temveč le k izboljšanju njegovega položaja, kar je seveda slabo za druge delničarje (Hubbard, Palia, 1995). Menedžerji lahko namreč preko raznih vzvodov povečajo svoje glasovalne pravice (ne glede na lastništvo) in s tem zmanjšajo moč drugih delničarjev ter pomen trga vrednostnih papirjev kot trga kontrole nad družbami (Milton, Raviv, 1988).¹⁰²

Nadaljnje menedžersko lastništvo v družbah negativno vpliva na poslovanje družbe tudi zaradi večanja koncentracije lastništva, ki načeloma povečuje stroške kapitala. To je posledica poslabšanja likvidnosti trga lastništva družbe ter posledično zmanjšanja možnosti diverzifikacije investitorja (Fama, Jensen, 1983).

Strokovnjaki torej v povezavi s teorijo o delitvi lastništva in kontrole obravnavajo menedžersko lastništvo kot eno izmed potencialnih možnosti zmanjševanja konflikta interesov med delničarji in menedžerji (konflikta, ki vodi v stroške razmerja principal – agent). Povečanje menedžerskih interesov glede uspešnosti podjetja (skladno s povečanjem lastniškega deleža) namreč izboljša tudi njihovo prizadevanje za boljše rezultate pri upravljanju podjetij (Daniels, Iacobucci, 2000, str. 83). Toda, pozitiven vpliv je odvisen od same višine menedžerskega lastništva in nagnjenosti menedžerjev, da svoje delnice izrabljajo v škodo drugih delničarjev (osebne koristi kontrole). Različne analize kažejo, da je poleg same višine lastniškega deleža menedžerjev za prevlado pozitivnih učinkov nad negativnimi pomemben tudi način, preko katerega menedžerji pridobijo lastništvo v podjetju (vključitev menedžerjev med lastnike).

7.2.3 NAČINI VKLJUČEVANJA MENEDŽERJEV MED LASTNIKE

Glede na potencialno okoriščanje drugih (zlasti malih) lastnikov z namenom povečevanja lastniškega deleža s strani menedžerjev, korporacijska zakonodaja poleg osnovnih načinov pridobivanja kapitalskih deležev s strani menedžmenta vsebuje tudi precej varovalk in omejitev, ki preprečujejo morebitne špekulacije in okoriščanja s strani menedžerjev. Menedžerji lahko

¹⁰² V Sloveniji sta taka vzvoda na primer družba pooblaščenka in določanje visokih večin za sprejem določenih skupščinskih sklepov.

postanejo lastniki dela kapitala podjetja načeloma na dva načina: v obliki nagrade za delo ali uspešnost poslovanja družbe ter na osnovi neposrednega nakupa lastniškega deleža s strani menedžmenta.

Pridobivanje lastniškega deleža kot nagrade za delo ali uspešnost poslovanja združuje opcijske in delniške načrte kot pokojninske plane. V primerjavi z delniškimi načrti so opcijski veliko privlačnejši in cenejši za gospodarsko družbo. V Sloveniji se opcijski in delniški načrti uvajajo šele v zadnjih letih, saj v pravnem redu še niso podrobneje urejeni.¹⁰³

7.2.3.1 OPCIJSKI NAČRTI

Opcija je enostransko obligacijskopravno upravičenje osebe, da lahko neko stvar ali pravico po vnaprej določeni ceni proda ali kupi. Od tod razlikujemo dve vrsti opcij, in sicer nakupno opcijo (*call option*) in prodajno opcijo (*put option*).

Nakupno in prodajno opcijo je najlažje predstaviti na primeru delnice kot predmeta opcijskega upravičenja (delniška opcija). Nakupna opcija daje upravičencu pravico nakupa delnice po vnaprej določeni ceni pred iztekom določenega dne ali na sam dan, ko se opcija izteče. Prodajna opcija daje upravičencu pravico prodaje opcije po vnaprej določeni ceni pred iztekom določenega dne ali na sam dan, ko se opcija izteče.

Pri nagrajevanju se uporablja predvsem nakupna opcija, saj družba najprej pripravi opcijski načrt, v katerem opredeli vse podrobnosti opcijskega programa (komu bodo opcije ponujene, pod kakšnimi pogoji, opcijo za koliko delnic bo pridobil itd.), nato pa ustanovi sklad lastnih delnic (po 2. alineji 1. odstavka 240. člena ZGD je nakupovanje lastnih delnic z namenom, da se jih da v odkup zaposlenim izrecno dovoljeno). Z menedžerjem se nato sklene opcijska pogodba, ki mu da možnost (opcijo), da po določenem času (navadno v obdobju od enega do nekaj let) pridobi določeno število delnic družbe po ceni, kakršna je bila v trenutku sklenitve opcijske pogodbe. Dober opcijski načrt ima torej lahko dva pozitivna učinka: najprej se bo menedžer potrudil, da dvigne vrednost delnice družbe, nato pa bo kot menedžer – lastnik bolj skrbel za interese družbe. Opcije naj bi bile torej eden izmed instrumentov nagrajevanja, ki spodbuja poenotenje interesov menedžmenta in širšega strokovnega kroga zaposlenih z interesi podjetja (Krašovec, 2004). Istočasno pa je potrebno omeniti tudi negativne posledice uvajanja opcij v sistem nagrajevanja v podjetjih. Slednje so bile razvidne predvsem v primerih finančnih zlomov nekoč uspešnih podjetij v ZDA (Enron, WorldCom in Vivendi Universal), kjer so opcije kot oblika nagrajevanja menedžerjev še posebej pogoste. Uvedba opcij pri nagrajevanju je namreč menedžerje teh podjetij spodbudila k ravnanju, ki je ta podjetja potisnilo v stečaj, ne pa v višjo učinkovitost in uspešnost. Vodilni delavci so si izmišljali navidezne prihodke, lažne dobičke, prikrivali so zadolženost in izvajali notranje trgovanje. Menedžerji so bili po daljšem obdobju dinamičnega razvoja pripravljene storiti vse (uporabiti tvegano »kreativno« računovodstvo,

¹⁰³ Omenja jih le ZGD, in sicer v I. in II. odstavku 313.a in I. odstavku 318. člena, in sicer v smislu razloga za povečanje osnovnega kapitala družbe.

združevati dve nasprotni funkciji v eni osebi, prikrivati večmilijardne posle pred javnostjo in izkoriščati notranje informacije), samo da bi prikazali čim boljše poslovne rezultate, s katerimi so umetno povečevali tržno ceno in svoje zasluzke, ki so jim jih omogočale delniške opcije. Tako so obogateli na račun lastnikov, zaposlenih in širše družbe, podjetje pa pripeljali do stečaja (Poročilo United States Senate, 2002).

7.2.3.2 MENEDŽERSKI ODKUPI

Menedžerski odkup (*MBO - Management Buy Out*) je postopek, pri katerem uprava družbe kupi kontrolni delež v družbi in jo s tem prevzame. V tuji literaturi je menedžerski odkup definiran kot nakup vseh izdanih delnic in s tem prehod korporacije iz javne v nejavno.¹⁰⁴ V uspešnih menedžerskih odkupih navadno sodelujejo dobri in samozavestni menedžerji. Ti si pridobijo kapital tako, da najamejo kredite ali pa sklenejo posebno pogodbeno razmerje z bankami ali drugimi investicijskimi ustanovami. V primeru take povezave se ustanovi poseben sklad za izvedbo *MBO* z glavnimi (*buyout principals*) in stranskimi investitorji (*limited partners*). S tem kapitalom nato menedžerji svojo družbo prevzamejo ter jo spremenijo iz javne v zasebno, tako da jo umaknejo z organiziranega trga vrednostnih papirjev. V obdobju treh do petih let jo nato dokončno izgradijo ter izboljšajo njeno poslovanje, potem pa jo prodajo, z njo vstopijo nazaj na borzo ali pa jo rekapitalizirajo. Pri tem pogosto zaslužijo ogromne dobičke tako menedžerji kot tudi udeleženci sklada, če ta seveda obstaja. Z izvedbo *MBO* pa so povezana določena tveganja. Poleg menedžerjev, ki družbo prevzemajo, investitorjev, ki dajo kapital, ter sklada, če ga oblikujejo (torej prevzemnikov), so v postopkih udeleženi tudi prodajalci, torej obstoječi delničarji. Pomembna pa je tudi vloga države, katere interes je zagotavljati preglednost na trgu vrednostnih papirjev, ščititi šibkejšo stranke ter vzpodbujati investicije v gospodarstvo.

Sicer pa pravi menedžerski odkup kot način ustanavljanja trajnega menedžerskega lastništva ni najboljši, saj menedžerji z njim namreč ne pridobijo le določenega deleža v družbi, temveč tudi kontrolni delež oziroma celotno družbo ali pa del družbe, ki ga od matične družbe oddaljijo. Če pri nakupu kapitala plačajo realno ceno, če ne gre za protipravno okoriščanje, ter če gre pri lastništvu za dolgoročno partnerstvo, početje menedžmenta vsekakor ni koristoljubno. Izkušnje pogosto kažejo drugače; menedžerji svoj delež pogosto prodajo takoj, ko jim omogoča realizacijo določenega kapitalskega dobička, saj so običajno precej zadolženi, dolžniški kapital (s katerim se zelo pogosto financira prevzem) pa je drag.

7.2.4 KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE PODJETIJ S STRANI MENEDŽERJEV V SLOVENIJI

Skoraj vse raziskave, ki so bile narejene v zadnjih letih prikazujejo relativno nizko raven menedžerskega lastništva v slovenskih podjetjih (Damijan, Gregorič, Prašnikar, 2004, str. 19),

¹⁰⁴ »*MBO=Going private through management's purchase of all outstanding shares*« (Encyclopedia of Corporate Governance, 2004).

kljub temu pa je bilo mogoče v preteklih petnajstih letih v Sloveniji zaznati porast menedžerskega lastništva (glej *infra* Tab. 2).¹⁰⁵

Tabela 2: Delež menedžerskega lastništva v slovenskih podjetjih v letih od 1988 do 2002

	1988	1999	2000	2001	2001
Delež menedžerskega lastništva v SLO	2,29 %	2,26 %	2,26 %	2,98 %	3,58 %

Vir: Damijan, Gregorič, Prašnikar, 2004, str. 19.

Zanimivo strukturo menedžerskega lastništva v slovenskih podjetjih prikazuje tudi raziskava (Simoneti, Gregorič, 2005, str. 6), saj razlikuje med deležem menedžerjev v borznih, notranjih ter zunanjih podjetjih.¹⁰⁶ Iz raziskave je razvidno, da imajo menedžerji največji lastniški delež prav v notranjih podjetjih (glej *infra* Tab. 3), kjer je transparentnost poslovanja s strani zunanjih nadzornikov najnižja. Povsem nasprotno pa velja za borzna podjetja, saj jim izredno razpršeno lastništvo s strani malih fizičnih delničarjev onemogoča koncentracijo kapitala.

Tabela 3: Delež menedžerskega lastništva v vseh, borznih, notranjih in zunanjih podjetjih v letu 2000

	Vsa podjetja	Borzna podjetja	Notranja podjetja	Zunanja podjetja
Delež menedžerskega lastništva	3,86 %	1,40 %	4,98 %	3,95 %

Vir: Simoneti, Gregorič, 2005, str. 6.

Nekaj podatkov o lastništvu menedžmenta v Sloveniji navaja tudi raziskava družbe Socius d.d.¹⁰⁷ Podatki zbrani s strani družbe Socius d.d. prikazujejo, da je imel v Sloveniji leta 2001 menedžment v družbah, ki jih upravlja, povprečno samo 0,76-odstotni lastniški delež. Lastniški delež menedžmenta v Sloveniji je izredno nizek, kar je med drugim posledica še nedokončanega procesa privatizacije ter nepopolno utečenega trga vrednostnih papirjev. Kljub omejenemu lastništvu si slovenski menedžerji glasovalno moč zagotavljajo tudi na osnovi organiziranega zbiranja glasov (*proxy voting*) s strani ostalih zaposlenih (24,92 %), kar velja zlasti za zaposlene, ki so postali lastniki delnic v procesu privatizacije (Zajc, 1999). Torej je skupni lastniški delež notranjih lastnikov skoraj 26-odstoten. Menedžment ima preko tako zbranih glasov v povprečju na skupščini skoraj 25-odstotni glasovalni delež, zato seveda nima

¹⁰⁵ Raziskava je bila narejena na vzorcu 150 večjih in srednje velikih slovenskih podjetjih.

¹⁰⁶ Raziskava je bila narejena na vzorcu 183 slovenskih podjetjih. Borzna podjetja so tista, ki kotirajo na borzi, saj je bila razdelitev notranjim lastnikom in skladom kombinirana tudi z javno razdelitvijo državljanom. Notranja podjetja so tista neborzna podjetja, pri katerih so notranji lastniki pridobili večinski delež. Zunanja podjetja pa so tista neborzna podjetja, pri katerih notranji lastniki niso pridobili večinskega deleža.

¹⁰⁷ Osnova prikaza je analiza konkretnih podatkov iz delniških družb - kdo je glasoval v čigavem imenu.

pretiranega interesa povečevati svojega dejanskega lastniškega deleža v družbi. Menim, da je udeležba menedžmenta v Sloveniji premajhna, saj ne omogoča poenotenja interesov lastnikov in menedžerjev v smislu motivacijskega vpliva. Obenem pa je mogoče zaslediti tudi negativne posledice vpliva osebnih koristi zaradi organiziranega zbiranja glasov s strani menedžmenta. V Sloveniji se še vedno niso uveljavili delniški in opcijski načrti kot način nagrajevanja. Z uveljavitvijo zavesti v prihodnosti o opisanih pozitivnih učinkih lastniške povezave menedžmenta z družbo se bodo v Sloveniji razvijali opcijski in delniški načrti s tem pa se bo verjetno povečal tudi lastniški delež menedžmenta.

Prav tako porast menedžerskega lastništva destimulira novo sprejeti Zakon o dohodnini (v nadaljevanju ZDoh-1), saj slednji v II. odstavku 86. člena določa, da je pretežni lastniški delež v gospodarski družbi sestavni del davčne osnove za izračun dohodnine. ZDoh-1 definira pretežni lastniški delež kot lastniški delež v osnovnem kapitalu, ki vrednostno s sorazmernim upoštevanjem drugega kapitala gospodarske družbe dosega najmanj 60 milijonov tolarjev, ki ga ima zavezanec neposredno ali posredno preko povezanih oseb, če kapital gospodarske družbe po pridobitvi lastniškega deleža presega 200 milijonov tolarjev. Delež v osnovnem kapitalu in sorazmerni del drugega kapitala gospodarske družbe se ugotavlja kot povprečje njegove vrednosti po poslovnih poročilih gospodarske družbe za zadnje petletno obdobje pred odsvojitvijo lastniškega deleža zavezanca. Kapital gospodarske družbe po pridobitvi se ugotavlja kot povprečje njegove vrednosti po zadnjem poslovnem poročilu po pridobitvi. Zagovorniki nove ureditve davka iz kapitala sicer navajajo, da je država z njim želela zaščititi predvsem vlagatelje v mala podjetja (Zagorac, 2004). Kljub temu pa je navedena ureditev obdavčevanja kapitalskih dobičkov v številnih slovenskih podjetjih povzročila prodajo lastniških deležev s strani menedžerjev.¹⁰⁸ Istočasno so slovenski menedžerji napovedali presojo ustavnosti navedene določbe ZDoh-1, in sicer naj bi bila le-ta v nasprotju z ustavno pravico do svobodne gospodarske pobude v I. odstavku 74. člena Ustave Republike Slovenije (v nadaljevanju Ustava), pravico do razpolaganja z lastnino v I. odstavku 67. čl. Ustave ter prepovedjo povratne veljave zakona (vlagatelji namreč ob nakupu niso vedeli, da bodo dobički ob prodaji obdavčeni) v 155. členu Ustave. Nadaljnje navedena določba ZDoh-1 odpira številne druge zahtevne probleme, na primer ugotavljanje povezanih oseb v sorodstvenih in svaštvenih odnosih, porast odliva kapitala v tujino, destimuliranje oblikovanja notranjega lastništva, menedžerskih odkupov ter nagrajevanja uprav z delniškimi opcijami, saj uprava podjetij ob tako neugodni davčni ureditvi ni zainteresirana za vključitev navedenega instituta v sistem nagrajevanja (Gostiša, 2004, str. 19; Novković, 2004, str. 2; Krašovec, 2004; Zagorac, 2004a).

Empirične raziskave kažejo, da so apetiti slovenskih menedžerjev po lastništvu slovenskih podjetij razmeroma visoki; menedžment si želi občutno povečati lastniški delež, in sicer na

¹⁰⁸ Številni menedžerji slovenskih podjetij, ki so obenem tudi lastniki kapitala, so deleže v podjetjih, ki jih upravljajo, bodisi prodali na borznem trgu bodisi kako drugače odsvojili. Na primer, celotna uprava podjetja Mercator d.d. se je odločila prodati delnice podjetja zaradi spremembe davčne zakonodaje ter ne zaradi nezaupanja v poslovanje podjetja. Uprava je delnice kupovala, ker je verjela v uspeh podjetja in je s tem želela dokazati pripadnost podjetju. Povsem enako so storili tudi drugi menedžerji slovenskih podjetij (Juteksa d.d., Medvešček Pušnika d.d., Petrola d.d., Luke Koper d.d., Avtocomerca d.d. itd.). (Finance, 2004č; Mihajlovič, 2004a)

račun zmanjšanja deleža PID-ov in obeh državnih skladov. Istočasno menedžerji načeloma ne želijo spodbujati nadaljnje krepitve notranjega lastništva skozi povečevanje deleža zaposlenih in bivših zaposlenih. Slednje je menedžmentu zgolj vmesni korak do njihovega izključnega lastništva. Glede na razmeroma nizko trenutno raven menedžerskega lastništva, bi pričakovali, da bi povečevanje slednjega najverjetneje pozitivno vplivalo na poslovanje slovenskih podjetij. Pri tem pa je zaradi legitimnosti te koncentracije premoženja pomembno, da se proces povečevanja menedžerskega lastništva odvija na transparenten način in po poštenih tržnih cenah. Podatki kažejo, da se proces krepitve lastništva menedžerjev najbolj intenzivno odvija v neborznih podjetjih, kjer ni prave transparentnosti, medtem ko v borznih podjetjih menedžerji težje povečujejo svoj delež. Postavlja se tudi vprašanje, če takšen netransparenten način pridobivanja lastniških deležev menedžerjev nima morda celo dodatnih negativnih učinkov na poslovanje podjetij (Simoneti, Gregorič, 2005, str. 9).

S povečevanjem deleža menedžerjev v lastništvu podjetij (z nakupom delnic oziroma drugačno pridobitvijo le-teh kot nagrade za delo ali uspešnost poslovanja družbe) pa se postavlja vprašanje učinka tega trenda na učinkovitost poslovanja slovenskih podjetij. Na eni strani približevanje optimalnim lastniškim deležem namreč poveča spodbude menedžerjem k povečevanju vrednosti podjetja, po drugi strani pa se lahko tudi povečujejo možnosti za izkoriščanje zasebnih koristi kontrole. Zanimivo je, da empirična analiza narejena na podlagi vzorca slovenskih podjetij za razdobje 1995-99 ne potrjuje pozitivne povezave med menedžerskim lastništvom in ekonomsko učinkovitostjo podjetij (merjeno z rastjo skupne factorske produktivnosti). Ugotavlja pa, da povečanje menedžerskega lastništva pozitivno vpliva na finančne rezultate poslovanja, vendar je načrtovano povečanje njihovega deleža veliko bolj pomembno in ima izrazito negativen vpliv na finančno uspešnost. Slabša finančna uspešnost podjetij pred načrtovanim povečanjem menedžerskega lastništva je lahko le navidezna, da bi se vplivalo na nižjo ceno delnic pri odkupu, ali pa dejanska, kadar se za odkup delnic s strani menedžmenta uporabljajo sredstva podjetja (Simoneti, Gregorič, 2005, str.19 in nasl.). Nadaljnje avtorja na podlagi empirične ocene menita, da se od porasta menedžerskega lastništva v Sloveniji nad 10 odstotkov lahko pričakuje večja finančna uspešnost podjetij, in sicer predvsem v neborznih podjetjih. Osnovni razlog za uvodoma ugotovljeno nepovezanost med menedžerskim lastništvom in ekonomsko učinkovitostjo podjetij je v tem, da imajo menedžerji zaradi pasivnih drugih lastnikov že v izhodišču relativno veliko moč v podjetjih (*management control bias*), kar dodatno zaostre problem uživanja zasebnih koristi kontrole. Sicer pa netransparentno povečevanje menedžerskega lastništva, ki intenzivno poteka v slovenskih podjetjih, nima negativnih vplivov na ekonomsko učinkovitost (merjeno z rastjo skupne factorske produktivnosti), ki je odločilna za dolgoročni uspeh podjetij.

Menedžersko lastništvo zaradi vseh opisanih mehanizmov zahteva posebno obravnavanje. Korporacijsko pravo nam daje obilo možnosti, da menedžersko lastništvo uvedemo na takšen način, da v upravo vnašamo ustrezno motivacijo (v smeri zniževanja problema agenta), a ne na škodo drugih deležnikov. Način, na podlagi katerega pa se lastniški delež izroči menedžmentu, mora biti za njih privlačen, uspešno mora uskladiti njihove interese z družbenimi, istočasno pa

mora zagotavljati dolgoročno zvestobo menedžerjev družbi in delovati preventivno glede morebitnih zlorab s strani menedžmenta. Kot je prikazano zgoraj, sama shema dodelitve lastniškega deleža (opcije, delniški načrti) ni bistvena. Menim pa, da so opcije najboljša rešitev, saj dodatno stimulirajo menedžment k povečevanju vrednosti delnic. Bistven pa je položaj menedžmenta po pridobitvi lastniškega deleža. Nadaljnje je pomembno, da se družba zavaruje pred zlorabami s strani menedžmenta z naslednjimi instrumenti:

- Omejitvijo razpolaganja menedžmenta s svojim deležem v času opravljanja funkcije in za določen čas po prenehanju funkcije. S tem bi se preprečile špekulacije in zlorabe z delnicami na podlagi ravnanja menedžmenta (zviševanje cene delnice s prevarami) ter zlorabe notranjih informacij. Menedžerji bi tako bolj skrbeli za dolgoročno zdravo poslovanje družbe, če bi bili nanjo vezani tudi določen čas (npr. 2 leti) po prenehanju njihove funkcije.
- Vsebinsko omejitvijo glasovalne pravice v času opravljanja funkcije. Na tak način bi se lahko preprečilo menedžerjevo odločanje o svojem položaju kot delavcu v družbi. Zakonodaja pa že sedaj daje na voljo možnosti, da se določenemu razredu delnic omeji glasovalno pravico o določenih vprašanjih. Tako bi bilo potrebno menedžerjem omejiti glasovalno pravico pri sprejemanju razrešnice članom uprave, razrešnice članom nadzornega sveta, odločanju o sestavi nadzornega sveta, delitvi dobička (udeležbi menedžmenta) ter pri odločanju o nagradah menedžmentu in nadzornemu svetu v času, ko opravljajo funkcijo v družbi.
- Sankcijami v pogodbi o zaposlitvi za primere, če prekrši določena pravila in očitno zlorabi svoj položaj in škoduje družbi. Sankcije (neupravičenost do odpravnine, vnaprej dogovorjene pavšalno določene odškodnine družbi, povratno odkupne in prodajne opcije družbe nasproti menedžerju po določeni ceni) naj bi menedžment prizadele tudi kot delničarja in ne le kot zaposlenega.

Ti instrumenti bi morali biti kakovostno urejeni, tako da ne bi v preveliki meri prizadeli interesov menedžmenta, toda hkrati bi bili učinkoviti pri uresničevanju svojega namena.

Toda, v Sloveniji posebne zakonodaje, ki bi urejala področje finančne participacije zaposlenih, trenutno ni. ZGD v VI. odstavku 228. člena sicer dopušča možnost udeležbe zaposlenih v bilančnem dobičku, s tem ko določa, da se s sklepom o uporabi bilančnega dobička lahko skupščina odloči, da se v druge rezerve iz dobička odvede tudi dodatni znesek za druge namene (na primer, za izplačilo zaposlenim oziroma članom uprave/nadzornega sveta), če to določa statut družbe in če tako odloči skupščina delničarjev s sklepom o uporabi bilančnega dobička. Zakon torej odločitev o uvedbi finančne participacije v dobičku prepušča skupščini, če je družba v statutu to možnost predhodno predvidela. Kljub temu pa slovenske gospodarske družbe ne izkoriščajo vseh možnosti svobodnega urejanja razmerij, ki jim jih omogoča zakonodaja. Notranji akti večine družb so si skoraj identični in mnogi upravljavci in lastniki sploh ne vedo, da si lahko mnoge stvari uredijo po svoje. Kljub temu pa je zadnja leta mogoče opaziti, da

menedžerji številnih podjetij v Sloveniji povečujejo delež v podjetjih, ki jih vodijo (Sovdat, 2003).¹⁰⁹

Prav tako v nekaterih monopolnih državnih podjetjih menedžerji kupujejo lastniške deleže. Člani uprave Telekom Slovenije ter direktorji odvisnih družb so namreč kupili za več kot 18 milijonov tolarjev delnic Telekom Slovenije z namenom, da se vodilni menedžerji Telekom Slovenije in odvisnih družb tako še tesneje zavežejo k izpolnjevanju ključnih ciljev, sprejetih s strategijo razvoja (Šarlah, 2004).

Nekateri menedžerji v Sloveniji posedujejo visoke lastniške deleže v podjetjih, ki jih upravljajo. Posledično v primeru rasti vrednosti delnic tega podjetja zaradi poslovne uspešnosti zaslužijo ogromen oportunitetni dobiček. Predsednik uprave Mercatorja, ki ima med menedžerji podjetij v borzni kotaciji daleč največ kapitala v delnicah družbe, je svojo naložbo v Mercatorju v nekaj mesecih leta 2004 oplenitil za dodatnih 221 milijonov tolarjev. V primeru resnično visoke rasti delnice podjetja lahko tudi dnevno zasluži več kot 20 milijonov tolarjev. Visoke zaslužke z rastjo cene delnic lastnih podjetij pridobita tudi predsednik uprave Krke, ki je v prvi polovici leta 2004 zaslužil dobrih 27 milijonov tolarjev, in direktor Etola, katerega oportunitetni dobiček je znašal več kot 17 milijonov tolarjev (Finance, 2004c).

7.2.5 DELNIŠKE OPCIJE V SLOVENIJI

Delniške opcije so torej zelo uporaben instrument nagrajevanja, vendar je potrebno natančno urediti, koliko, kdaj in komu jih podeliti ter ustrezen nadzor. Prav pomanjkanje učinkovitega nadzora, bi lahko bil glavni problem pri nagrajevanju z delniškimi opcijami v Sloveniji, kjer se vsi glavni menedžerji in nadzorniki med seboj dobro poznajo. V primeru, da se bodo podjetja odločila za takšno nagrajevanje, bi bilo nujno opcijski načrt predstaviti delničarjem, kjer bi jih seznanili s stroški in načrtovanimi učinki. Prav delničarji bi morali biti tisti, ki bi ta načrt odobrili, nadzorni svet in uprava pa bi morala vse stroške iz tega naslova spremljati in jih prikazati v razkritjih računovodskega poročila. Pravilnost izvajanja opcijskega načrta bi morali preverjati revizorji, ki bi morebitne manipulacije morali pravočasno odkriti.

Predvsem pa je država tista, ki trenutno ne zagotavlja ustrezne zakonodaje in davčnih spodbud na tem področju, zato je razumljivo, da se slovenska podjetja izredno redko odločajo za opcijsko nagrajevanje. Ena izmed redkih izjem je podjetje Merkur d.d., ki je v svoj sistem nagrajevanja vključil naslednji opcijski načrt (Kordež, 2002):

- Podelitev opcijskih upravičenj za nakup delnic članom uprave (po sklepu nadzornega sveta) in ostalim vodilnim delavcem (po sklepu uprave), skupaj okoli 50 upravičencev ali 2 odstotka zaposlenih.
- Cena, po kateri lahko upravičenci kupijo delnice po določenem obdobju, je fiksna v tolarjih, določena kot povprečna tržna cena v letu, za katero se opcije podeljujejo.

¹⁰⁹ Člani uprave in nadzornega sveta so namreč povečali lastništvo kapitala družbe Pivovarne Laško. Delnice pa so kupovali po diskontni ceni, ki je bila določena z sklepom uprave in nadzornega sveta.

- Prva možnost koriščenja je dve leti po podelitvi, najkasneje pa pet let po letu podelitve.
- Izvršitev je možna največ enkrat letno (ni nujno v celoti).
- Opcijsko upravičenje ni prenosljivo (razen ob dedovanju).
- Možna je odpoved opcijskemu upravičenju, s tem, da je podjetje dolžno plačati odškodnino v višini razlike med tržno ceno delnice in ceno opcijskega upravičenja.

7.2.6 MENEDŽERSKI ODKUPI V SLOVENIJI IN FINANCIRANJE LE-TEH S STRANI DRŽAVNIH SKLADOV

Menedžerski odkup podjetja je ena izmed povsem legalnih možnosti konsolidacije lastniške strukture v slovenskih gospodarskih družbah.¹¹⁰ Glavne značilnosti *MBO* v Sloveniji so, da imamo do sedaj razmeroma malo tovrstnih odkupov, da je večina *MBO* v bistvu menedžersko-delavski odkup (*management-employee buy-out - MEBO*)¹¹¹ in da so finančni mehanizmi, potrebni za *MBO*, slabo razviti (Managerski odkup in opcijski delniški program, 2002).

V slovenski zakonodaji posebnih določb, ki bi urejale *MBO* ni mogoče najti. Je pa v primeru izvedbe menedžerskega odkupa potrebno spoštovati pravila Zakona o prevzemih.¹¹² Ta namreč določa, da kadar namerava menedžment prevzeti delniško družbo, ki ustreza pogojem iz 2. člena ZPre, mora v skladu s I. odstavkom 4. člena ZPre dati javno ponudbo za odkup vseh delnic, ko doseže (preseže) zakonsko določen prag 25 odstotkov glasovalnih pravic.¹¹³ Enako mora postopati tudi, če je na zakonit način že pridobil več kot 25 odstotkov delnic, a manj kot 45 odstotkov glasovalnih pravic in poveča svoj delež za dodatnih 5 odstotkov (IV. odstavek 4. člena ZPre). Pri tem je vseeno ali menedžerji nastopajo posamično ali skupaj s finančno institucijo povezani v družbo pooblaščenko, saj so v primeru skupnega delovanja (povezane osebe) v skladu s I. odstavkom 60. člena ZPre vsi udeleženci zavezani dati javno ponudbo. ZPre natančno določa nadaljnji postopek v zvezi z odkupom, predvsem določa institucije, ki jih je potrebno obvestiti, vsebino prospekta ter sankcije v primeru njegovega nespoštovanja.

Za slovenske razmere bi bilo, glede na trenutno raven zaprtosti delovanja malih in srednje velikih podjetij, najbolj primerno, da bi se s strani menedžmenta odkupovala predvsem mala in srednje velika podjetja. Za velika podjetja namreč v primeru menedžerskega odkupa obstaja nevarnost, da se z njim spremenijo v nejavne družbe ter se umaknejo z borznega trga, kar posledično pomeni zmanjšanje oziroma izgubo transparentnosti poslovanja podjetja.

¹¹⁰ Se pa *MBO* lahko uporabi tudi kot obramba pred sovražnim prevzemom, v primeru če menedžment ciljne družbe v skladu z 51. členom ZPre najkasneje deset dni pred iztekom roka za sprejem ponudbe da konkurenčno ponudbo za odkup delnic ciljne družbe.

¹¹¹ Pri *MEBO* gre za transakcijo, pri kateri prevzame pobudo menedžment, vendar je možnost lastniške participacije razširjena na širši krog zaposlenih (Management and employee buy-out in central and eastern Europe, 1993, str. 14).

¹¹² Več o ZPre *vide supra* poglavji 3.1.2.3 ter 3.1.7.

¹¹³ Zakon o prevzemih ureja prevzeme javnih delniških družb, javno privatiziranih delniških družb in nejavno privatiziranih delniških družb večjega obsega.

Kot je bilo že zgoraj navedeno država trenutno ne zagotavlja ustrezne zakonodaje in davčnih spodbud na področju menedžerskih odkupov, zato je razumljivo, da se menedžerji slovenskih podjetij izredno redko odločajo za izvedbo *MBO*. Ena izmed redkih izjem je bilo podjetje BTC d.d., pri katerem je šlo za menedžersko-delavski odkup. Zamisel o menedžerskem odkupu sega v februar 2001, ko se je za družbo BTC začel zanimati tuji investicijski sklad. V obrambo pred tujim prevzemom so v BTC-ju ustanovili družbo pooblaščenko Ajdacom in podjetje Invest Point, katera sta kupovala delnice BTC-ja. Istočasno pa je uprava po posvetu z nadzornim svetom odločila, da napolni sklad lastnih delnic. Tako so skupaj z zaposlenimi pridobili nadzor nad 85 % kapitala družbe.

Odkup podjetja je bil torej izveden preko družbe pooblaščenke Ajdacom, katere lastniki so bili tako zaposleni kot člani uprave, družbe Invest Point, katere lastniki so bili člani uprave in nadzornega sveta, ter samega podjetja BTC. Vsi so namreč v velikih količinah kupovali delnice družbe BTC d.d.

Izvedba menedžerskega odkupa v podjetju BTC d.d. pa je bila v nasprotju z nekaterimi določbami statusnega gospodarskega prava, zlasti pravilom o pridobivanju lastnih delnic.¹¹⁴ Načelo pridobivanja lastnih delnic je uzakonjeno v 240. členu ZGD, in sicer lahko družba lastne delnice pridobi samo v taksativno naštetih primerih iz I. odstavka 240. člena ZGD. Pravni posel o pridobitvi lastnih delnic v vseh drugih primerih (torej tudi v primeru, ko se menedžment preko izvedbe menedžerskega odkupa podjetja brani pred sovražnim prevzemom) pa je na podlagi IV. odstavka 240. člena ZGD ničen. Prepoved pridobitve lastnih delnic izhaja iz načela, da delniška družba ne more postati sama svoj delničar, in drugič iz prepovedi vračila vložkov, ki je določena v 225. členu ZGD. Nadaljnje je pomemben tudi 241. člen ZGD, ki določa, da je ničen pravni posel, s katerim si družba zagotovi predujem ali posojilo za pridobitev delnic. Namen te določbe je v izogibanju izigranja načela prepovedi lastnih delnic s pravnimi posli, ki imajo enak ekonomski učinek, kot če bi podjetje samo pridobilo lastne delnice. Na podlagi navedenih določb lahko zaključim, da je družba BTC lastne delnice pridobivala nezakonito, saj je poleg neupravičenega pridobivanja (le-to ni bilo v skladu s I. odstavkom 240. člena ZGD) preseгла tudi določen prag desetih odstotkov osnovnega kapitala (BTC je namreč pridobil 68,9 % lastnih delnic). Odkup delnic bi bil zakonit zgolj v primeru, če bi menedžment BTC-ja te kupoval z osebnimi sredstvi (privarčevanim denarjem ali najetim posojilom).

Naslednje pravno vprašanje pri izvedbi menedžerskega odkupa BTC pa je povezano z institutom obvezne ponudbe za prevzem po I. odstavku 4. člena ZPre. Družba pooblaščenka Ajdacom in podjetje Invest Point sta namreč skupaj imela 29,49 % delnic družbe BTC, zato sta bila v skladu z navedeno določbo ZPre zavezana dati javno ponudbo za prevzem (Figueroa, Gregorič, 2004,

¹¹⁴ Eden od možnih načinov, s katerim lahko menedžment izvede *MBO*, je tudi odkup lastnih delnic s strani ciljne družbe, ki jo upravlja menedžment. V nekaterih družbah, ki so se lastninsko preoblikovale, je menedžment kot delničar prisoten že iz časov interne razdelitve delnic in notranjega odkupa. Kasneje je svoj delež povečeval preko notranjih trgov v podjetju na račun drugih notranjih lastnikov. Če podjetje z odkupom lastnih delnic izplača še nekatere preostale delničarje, lahko na ta način menedžment pride tudi do prevladujočega deleža. Ureditev v ZGD sicer temelji na načelu prepovedi pridobivanja lastnih delnic, vendar v nekaterih primerih dopušča derivativno pridobivanje (Podgorelec, 2001, str. 30).

str. 10 in nasl.). Predstavniki obeh družb so sicer trdili, da družbi nista kapitalsko povezani, vendar je na podlagi pregleda lastniške strukture mogoče ugotoviti, da je bil menedžment podjetja BTC d.d. kapitalsko udeležen v obeh družbah, zato je bilo mogoče povezanost družbe pooblaščenke Ajdacom in podjetja Invest Point obravnavati skladno s 3. alineo II. odstavka 4. člena ZPre, in sicer na podlagi vzajemne posredne odvisnosti obeh družb. Na podlagi navedene ekstenzivne razlage določbe ZPre lahko zaključim, da je bilo ravnanje obeh družb v času izvedbe menedžerskega odkupa BTC-ja nezakonito, saj bi morali družbi skupaj dati javno ponudbo za prevzem.

V povezavi z menedžerskim odkupom v BTC¹¹⁵ se zastavlja nadaljnje pravno vprašanje, kako je s privilegiranim položajem družbe pooblaščenke, če jo ustanovijo delničarji (udeleženci notranjega odkupa) nejavno privatizirane delniške družbe večjega obsega, ki je kasneje z uvrstitvijo na borzo postala javna delniška družba.¹¹⁶ ZPre tega primera posebej ne ureja, vendar mislim, da je potrebno določbe ZPre razlagati glede na njegov namen, da zaščiti male delničarje v vseh javnih delniških družbah. Izjema od ponudbe, ki je urejena v II. odstavku 81. člena ZPre, se nanaša na delnice, ki sicer izvirajo iz nejavne privatizacije, vendar le če se njihova narava kasneje ni spreminjala, zato menim, da je potrebno tudi zaradi zaščite trga vrednostnih papirjev v takšnih primerih obravnavati družbo pooblaščenko kot vsakega drugega prevzemnika.

Kadar se *MBO* opravi preko vmesne družbe, ki se namerava po opravljenem prevzemu združiti s ciljno družbo, se pojavi vprašanje dopustnosti tovrstne združitve (Varanelli, 2001). Vmesna družba zaradi svoje finančne strukture sama ne bi bila sposobna preživeti, po združitvi pa vse njene obveznosti, ki so nastale zaradi odkupa delnic ciljne družbe, dejansko prevzame ciljna družba. Ekonomske posledice *MBO* so za ciljno družbo podobne tistim, do katerih bi prišlo, če bi le-ta odkupovala lastne delnice. Kot je bilo že navedeno, ZGD poleg pravil o pridobivanju lastnih delnic vsebuje tudi določbe o prepovedi fiktivnih poslov, s katerimi družba zagotovi predujem ali posojilo nekomu tretjemu za pridobitev njenih delnic. Takšni pravni posli so v skladu z 241. členom ZGD nični. Ker je ciljna družba v primeru menedžerskega odkupa le pasivni opazovalec, bi se lahko ničnost nanašala le na samo združitve, ne pa na situacije, pri katerih sta vmesna družba in ciljna družba samo kapitalsko povezani osebi.

Kljub temu, da je bil *MEBO* v podjetju BTC d.d. zaradi številnih zgoraj navedenih pomanjkljivosti nezakonit, je uspešna izvedba menedžerskega odkupa v BTC sprožila zanimanje za *MBO* tudi s strani drugih članov uprav slovenskih podjetij (na primer Mercatorja d.d. (Sovdat, 2004), SCT-ja d.d. (Gerovac, 2004), Autocommerce-a d.d. (Gerovac, 2005), TKI-ja Hrastnik d.d. (Černetič, 2004), Emone Obale d.d. (Ručna, 2005), Gorenje d.d. (Sovdat, 2005), Iskre Avtoelektrike d.d. (Vozel, 2004) itd).

¹¹⁵ Vprašljiva je bila ustanovitev družbe pooblaščenke Ajdacom, saj ta ni bila ustanovljena v skladu s pravili Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij, ki določajo pogoje za ustanovitev družbe pooblaščenke.

¹¹⁶ ZPre v II. odstavku 81. člena daje družbi pooblaščenki v večjih nejavnih privatiziranih delniških družbah privilegirani položaj v primeru koncentracije lastništva, saj ji ni potrebno dati javne ponudbe za prevzem, če preseže prag 25 % glasovalnih delnic. S tem ZPre omogoča notranjim lastnikom poleg lažjega uveljavljanja svojih interesov (enakopravnejši položaj do obeh državnih skladov, obramba pred sovražnim prevzemom) tudi prevzeme brez prevzemne premije.

Glede na to, da imata oba slovenska državna sklada (KAD in SOD) visoke lastniške deleže, jima člani uprav podjetij, ki so na borzi, pogosto dajejo ponudbo za odkup svežnja delnic.¹¹⁷ To povzroča tudi zaostrovanje odnosov obeh skladov ter predsednikov uprav, saj slednji mislijo, da sklada delujeta kot samopostrežna trgovina delnic. Sklada menedžerske odkupe načeloma podpirata, vendar ne v smeri menedžerskega odkupa z namenom umika podjetja z borze in njegove spremembe v zaprto delniško družbo. Sklada obenem podpirata nagrajevanje uprav z opcijami (kot eno izmed oblik variabilnega nagrajevanja), čeprav je trenutno slednje v Sloveniji manj uveljavljeno zaradi prekomerne obdavčitve menedžerskih prejemkov (Štajner, 2003).

Na tem mestu se zastavlja vprašanje, ali sklada kot prodajalca deležev v podjetjih menedžmentu obenem tudi financirata menedžerske odkupe s krediti (*seller financing*). Postopek naj bi bil naslednji: vodstvo podjetja, ki želi narediti menedžerski odkup, naj bi se v pogajanjih za odkup delnic od sklada tudi dogovorilo, da se plačilo kupnine zamakne za nekaj let. Torej bi sklada tako kreditirala menedžerski odkup podjetja, v zavarovanje kupnine pa naj bi si pridržala zastavno pravico na delnicah. Sklada, ki delujeta zelo skrivnostno, informacij o tem ne objavljata v svojih letnih poročilih. Kljub temu je slednje možno razbrati iz postavk dolgoročne in kratkoročne terjatve iz poslovanja ter kratkoročne finančne naložbe, ki so prikazane pod gibljivimi sredstvi na strani sredstev v bilanci stanja. Če pogledamo bilanco stanja KAD na dan 31. 12. 2001, je iz nje razvidno, da je terjatev iz poslovanja za 2,55 milijard SIT (1,75 milijard kratkoročnih ter 0,8 milijard dolgoročnih), kratkoročnih finančnih naložb pa za 7,6 milijard SIT. Kljub temu, da gre pri kratkoročnih finančnih naložbah najbrž za depozite v bankah, lahko na podlagi dokaj visokih številk sklepamo, da sklada financirata menedžerske odkupe. Še posebej pa to potrjuje dejstvo, da so številke skoraj podvojene glede na stanje na isti dan leta 2000 (Letno poročilo KAD za leto 2001).

7.2.7 PREDLOG ZA BODOČO ZAKONSKO UREDITEV PREVZEMOV NEJAVNIH PRIVATIZIRANIH PODJETIJ

Med javnimi in nejavnimi privatiziranimi podjetji so tako pomembne razlike, da zahtevajo različno pravno ureditev njihovih prevzemov. Za oba tipa podjetij je sicer značilna razpršena lastniška struktura in večje število malih delničarjev, vendar se samo z delnicami javnih podjetij (lahko) trguje na borzi.

Prevzeme javnih delniških družb ureja ZPre, ki daje velik poudarek varstvu razpršenega lastništva in likvidnosti delnic, s katerimi se trguje na borzi. ZPre na enak način ureja tudi prevzeme nekaterih večjih nejavnih delniških družb, ki so se lastninsko preoblikovale po ZLPP. Te družbe imajo zaradi narave razdelitvene privatizacije precej razpršeno lastniško strukturo in relativno veliko število delničarjev (zaposleni, bivši zaposleni, upokojeni), vendar se s temi

¹¹⁷ Kad je leta 2001 v tretjini primerov prodaj delnic le-te prodal podjetjem samim. Med drugim je menedžerski odkup želel narediti menedžment podjetja SCT d.d. Sklada sta imela v tem podjetju visoke lastniške deleže (KAD je imel 23,74 odstotkov delnic, SOD pa 9,81 odstotkov), zato se je vodstvo SCT pogosto pogovarjalo s skladoma o odkupu njunih deležev v podjetju (Gerovac, 2002, str. 3).

delnicami ne trguje na borzi, temveč le na notranjih trgih družb (Varanelli, 2001), zato so delnice dejansko nelikvidne in je nemogoče oceniti njihovo pravo tržno vrednost. Visoka stopnja zaščite malih delničarjev pred prevzemi tako v teh podjetjih ni smiselna, saj le dodatno otežuje koncentracijo lastništva, zato bi varstvo kontrole nad upravljanjem v teh družbah omogočal tudi precej višji prag (npr. 50 %) za obvezno javno ponudbo.

Iz navedenega izhaja, da veljavna pravna ureditev prevzemov vseh nejavnih privatiziranih družb ni ustrezna, saj bi jih moral urejati poseben zakon. Zakon naj bi veljal samo za nejavne delniške družbe, ki so se lastninsko preoblikovale po ZLPP, in ki imajo v času prevzema določeno število delničarjev (npr. večje od 100). Glede na obseg osnovnega kapitala ciljne družbe predlagam dve različni stopnji varstva malih delničarjev: splošno in posebno (slednja bi kot dodatna veljala samo za prevzeme družb večjega obsega, na primer če osnovni kapital presega eno milijardo SIT).

V okviru splošnega varstva naj bi delničarji poročali o pridobljenih kvalificiranih deležih (npr. za vsakih 10 %). Nadaljnje naj bi menedžment ciljnega podjetja kot najbolje informiran kupec/prodajalec poročal o ceni in količini za vse svoje nakupe/prodaje teh delnic. Tako bi mali delničarji imeli določen vpogled v dogajanje na notranjem trgu.¹¹⁸ V okviru posebnega varstva pa naj bi družba javno objavila revidirana letna poročila in poslovne dogodke, ki bi utegnili vplivati na vrednost delnice. Tako bi poleg delničarjev določen vpogled v poslovanje družbe imeli tudi vsi drugi potencialni prevzemniki. Za prevzem nejavne družbe večjega obsega bi bilo obvezno podati javno ponudbo, če bi prevzemnik dosegel npr. 50 % delež vseh glasovalnih pravic.¹¹⁹ Z vnaprej objavljenimi prevzemnimi ponudbami in razkritjem ključnih informacij, bi namreč prevzemi in posledično menedžerski odkupi lahko postali bolj transparentni. Istočasno pa bi tudi zunanji prevzemniki pridobili možnost sodelovati s konkurenčnimi ponudbami.

¹¹⁸ Obid zakona preko povezanih oseb je možno preprečiti z uvedbo t.i. domneve povezanih oseb. Dokazno breme o nepovezanosti nosijo osumljeni, sicer pa velja za vse isti režim kot velja za menedžment.

¹¹⁹ Glede višine cene v ponudbi za odkup delnic ciljne družbe se naj bi smiselno uporabljal 7. člen ZPre.

8 ZAKLJUČEK

V magistrskem delu obravnavam vprašanje vpliva delniške strukture na upravljanje in posledično učinkovitost (prestrukturiranje) slovenskih delniških družb. Načeloma vse vrste delničarjev delujejo podobno, torej z jasno logiko vodenja in obvladovanja družb preko lastniških deležev. Njihov temeljni motiv je dolgoročno maksimiziranje vrednosti premoženja. Enako velja za oba državna sklada, ki ju je ustanovila država v namen zagotavljanja sredstev v primeru primanjkljaja v pokojninski blagajni in vračanja nadomestnega premoženja denacionalizacijskim upravičencem in torej ne za vodenje lastniške in gospodarske politike v skladu s strategijo vlade glede prednostnih panog. Sklada namreč nista investicijski družbi. Kratkoročno likvidnost in dolgoročno izpolnjevanje obveznosti, ki jima jih je naložila država, dosejata s kakovostnim upravljanjem portfelja in z dividendno politiko. Likvidnostne potrebe za kritje slednjih tudi v večji meri določajo vpliv obeh skladov v slovenskih podjetjih.

Korporacijsko upravljanje družb v državni lasti naj bi načeloma potekalo enako kot v zasebnih družbah: vse so namreč organizirane kot gospodarske družbe zaradi opravljanja gospodarske dejavnosti, pogosto pa si na trgu tudi konkurirajo. Običajna pravila upravljanja, ki prispevajo k izboljšanju učinkovitosti zasebnih podjetij, načeloma prispevajo tudi k transparentnemu in učinkovitejšemu poslovanju državnih podjetij, vendar pogosto ne zadoščajo. V delu je navedenih nekaj posebnosti državnih podjetij, zaradi katerih običajna pravila upravljanja ne vodijo do učinkovitih rezultatov. Državna podjetja imajo namreč raznovrstne cilje, ki so si medsebojno nasprotujoči ali pa so nezdržljivi z načelom učinkovitosti. Nagrade uprave so praviloma omejene, medtem ko sredstva, ki jih lahko vodstvo porabi na račun družbe, niso tako strogo nadzorovana. Sistem nadzora v državni upravi za državne družbe ni primeren, saj ne pušča menedžerjem dovolj svobode, ravno zato pa pogosto ni jasno, kdo je odgovoren za slabo poslovanje državnih podjetij. Prevzemi in stečaji kot mehanizem upravljanja pa v javnem sektorju praviloma niso na voljo.

Država in njena sklada aktivno sodelujejo pri vodenju in obvladovanju družb (*corporate governance*), ki jih imajo v svoji strukturi naložb. Tudi v prihodnje naj bi lastniški delež ohranili v najboljših slovenskih družbah, ki bodo dopuščale obstoj skladov (ali neposredno države) v vlogi portfeljskih vlagateljev. Predvsem oba sklada intenzivno spreminjata svojo strukturo naložb, saj sta v zadnjih letih prepolovila število družb. Na tem mestu se zastavlja vprašanje obvezne uporabe določb Zakona o javnih financah in specialnih zakonov ter Uredbe o postopkih prodaje in drugih oblikah razpolaganja z državnim premoženjem. Ugotavljam, da je uporaba teh pravil, ki zagotavljajo transparentnost postopkov, več kot smiselna.

Zaradi številnih nasprotij interesov ter možnosti za politične zlorabe v državnih podjetjih (država ni le lastnica podjetij, ampak ima tudi oblastna pooblastila), zaradi omejene možnosti nadzora državljanov in njihove šibke moči za vplivanje na ravnanje države prek volitev in medijev zgolj pravila upravljanja praviloma ne zadoščajo za izboljšanje učinkovitosti poslovanja državnih podjetij. Kadar državna družba ne opravlja javnih nalog oziroma so te le manjši del

njegovih dejavnosti, je privatizacija najbolj učinkovita rešitev, saj odpravi številne konflikte interesov, zmanjša možnosti za politično poseganje ter omogoči lastnikom bolj neposreden nadzor kot v primeru državnega lastništva. Privatizacija državnih podjetij po mojem mnenju prispeva h gospodarskemu napredku, pri čemer pa je potrebno poudariti, da je uspešnejša takrat, kadar se ob privatizaciji vzpostavi tudi učinkovit sistem korporacijskega upravljanja.

Po mnenju nekaterih ekonomistov (Koražija, 2002, str. 18) je eden temeljnih problemov državnega lastništva ter obeh državnih skladov, da so v primerjavi z drugimi strateškimi delničarji slovenskih podjetij usmerjeni predvsem v kratkoročno maksimiranje vrednosti svojih naložb. Če naj bodo sklada oziroma neposredno država strateški lastniki, potem morajo temu primerno tudi ravnati ter pri tem slediti tudi interesom tistih, katerih dejansko zastopnika sta (upravičenci pokojninskega zavarovanja, odškodninski upravičenci). Pomembna naloga države in posledično državnih skladov (kot strateških lastnikov) naj bi bila poleg tega tudi v smeri podpore vodstev perspektivnih družb pri vlaganju v razvojne programe, tudi na račun kratkoročno nižjih dividend. Kot dolgoročni strateški lastniki bi morali torej maksimirati vrednost svojih naložb na dolgi rok, ne pa reševati kratkoročnih in srednjeročnih problemov zapolnjevanja vrzeli v svojih blagajnah s črpanjem denarnega toka iz družb ali s prodajo naložb. Delno bi lahko opisana nasprotja interesov rešili s prepustitvijo portfelja s pogodbami zasebnim družbam za upravljanje oziroma s prodajo premoženja in istočasnim nakupom obveznic v Sloveniji ali tujini. Medtem ko bi bila prva alternativa učinkovita in lahko izvedljiva, druga možnost ni realna opcija, saj bi država in oba sklada težko izvedli dobičkonosno prodajo tako velikega premoženja.¹²⁰ Z navedenima ukrepoma bi lahko zmanjšali neposredni vpliv države ter posredni vpliv vladajoče politike in interesov preko KAD in SOD na upravljanje slovenskih družb in po mojem mnenju povečali blagostanje slovenskega gospodarstva. Glede na vlogo v gospodarstvu, pa bi morali sklada in država ob izstopu iz slovenskih podjetij (preko prodaje posameznih deležev ali pri prevzemih) upoštevati tudi širši interes gospodarstva. Pri prodaji svojih naložb bi morali tako upoštevati tudi strategijo razvoja družbe, katere lastniki so, ob morebitnih prevzemnih ponudbah pa poleg cene upoštevati tudi, kako bo prevzemnik povečal konkurenčno sposobnost družbe in kakšna bo vloga menedžmenta prevzete družbe.

Nadaljnje tudi področje notranjega lastništva v Sloveniji ni ustrezno pravno urejeno, saj zakonodaja kljub ugotovljenim prednostim delnega lastništva družb s strani menedžmenta tega ne stimulira, temveč ravno nasprotno sprejema ukrepe, ki menedžmentu otežujejo pridobivanje kapitalskih deležev v podjetjih, ki jih upravljajo. Udeležba menedžmenta pri lastništvu podjetij je prenizka, zato bi morala država ustrezno urediti institute, ki bi pripomogli k povečanju lastništva menedžmenta: nagrajevanje z delnicami ali delniškimi opcijami, davčno obravnavanje delniškega nagrajevanja, menedžerski odkup in njegovo financiranje, družbo pooblaščenko, odkup lastnih delnic ter združitve. Korporacijsko pravo nam namreč daje obilo možnosti, da menedžersko lastništvo uvedemo na takšen način, da družba ni ogrožena, hkrati pa imata korist

¹²⁰ KAD in SOD imata v slovenskih družbah visoke lastniške deleže, tako da bi imela s prodajo le-teh na borzi velike izgube. Slednje bi povzročilo padec cen delnic na trgu kapitala zaradi povečane ponudbe obeh skladov in nespremenjenega povpraševanja kot posledica majhnega in sorazmerno nelikvidnega slovenskega trga kapitala. Obenem pa bi prodaja premoženja zahtevala ukrepe monetarne politike zaradi prevelike količine denarja v obtoku.

od tega tako podjetje kot menedžer. Skratka, bodoče pravno urejanje institutov povezanih z menedžerskim lastništvom mora obenem stimulirati porast notranjega lastništva v podjetjih ter zagotoviti pozitivne posledice takšnega lastništva na uspešnost poslovanja podjetja.

Končno pravila korporacijskega upravljanja podjetij s strani vseh obravnavanih vrst delničarjev v Sloveniji niso prilagojena posebnostim posameznih delničarjev, saj slovenska pravna ureditev navedene problematike ne ureja sistematično, temveč je področje nepopolno urejeno s številnimi akti tako zakonskimi kot podzakonskimi, ki delničarjem ne omogočajo niti zadovoljive stopnje pravne varnosti niti transparentnosti zunanjega ter notranjega nadzora nad uspešnostjo in učinkovitostjo poslovanja podjetja.

9 LITERATURA

1. Alchian Armen L., Demsetz Harold: Production, Information Costs, and Economic Organization: American Economic Review. Ownership, Control, and the Firm. Oxford, 62(1972), 5, str. 777-795.
2. Backhaus Jürgen G.: Structures of Public Enterprise. The Elgar Companion to Law and Economics. Cheltenham : Edward Elgar Publishing, 1999. XII, 548 str.
3. Barbić Jakša: Pravo društava, druga knjiga, Društva kapitala. Druga dopolnjena izdaja. Zagreb : Organizator, 2001. XXIV, 1201 str.
4. Bohinc Rado: Korporacijsko upravljanje: ZDA, Evropa, Slovenija. Ljubljana : Fakulteta za družbene vede, 2001. 361 str.
5. Bouckaert Boudewijn in De Geest Gerrit (ur.): Encyclopedia of Law and Economics: The Regulation of Contracts. Cheltenham : Edward Elgar Publishing, 2000. XV, 205 str.
6. Boycko Maxim, Schleifer Andrei, Vishny Robert W.: A Theory of Privatization: Economic Journal. The Grabbing Hand: Governmental Pathologies and Their Cures. Cambridge : Harvard University Press, 435(1996), 106, str. 309-319.
7. Cankar Nina: Obramba delniške družbe pred prevzemom po slovenski zakonodaji. Diplomsko delo. Ljubljana : Pravna fakulteta, 2002. 62 str.
8. Caselli Francesco, Morelli Massimo: Bad Politicians. NBER Working Paper Series No. w8532, 2001. [URL: <http://www.nber.org/papers/w8532>], 14. 12. 2004.
9. Coase Ronald H.: The Problem of Social Costs. The Journal of Law and Economics, Chicago, 3(1960), str. 1–44.
10. Damijan P. Jože, Gregorič Aleksandra, Prašnikar Janez: Ownership Concentration and Firm Performance in Slovenia. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 25 str.
11. Daniels Ronald J., Iacobucci Edward M.: Some of the Causes and Consequences of Corporate Ownership Concentration in Canada. Concentrated Corporate Ownership. Chicago : University of Chicago Press, 2000, str. 81-105.
12. Demsetz Harold, Lehn K.: The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. The Journal of Political Economy, Chicago, 93(1985), str. 1155-1187.
13. Ellerman David P.: Management and Employee Buy-outs as a Technique of Privatization: Overview. Management & Employee Buy-outs as a Technique of Privatization. CEEP workshop series, Ljubljana, 1993, str. 31 – 63.
14. Fama Eugene F.: Agency Problems and the Theory of the Firm. The Journal of Political Economy, Chicago, 88(1980), 2, str. 288–307.
15. Fama Eugene F., Jensen M.: Agency Problems and Residual Claims. The Journal of Law and Economics, Chicago, 26(1983), str. 227-249.
16. Gilson Ronald J., Black B. S.: The Law and Finance of Corporate Aquisitions. Westbury : The Foundation Press, 1995. 1184 str.

17. Glaeser Edward L.: Public Ownership in the American City. NBER Working Paper Series No. w8613, 2001. [URL: <http://www.nber.org/papers/w8613>], 14. 12. 2004.
18. Gregorič Aleksandra, Prašnikar Janez, Ribnikar Ivan: Corporate Governance in Transitional Economies: The Case of Slovenia. Delovni zvezki. Ljubljana : Raziskovalni center Ekonomske fakultete, 119(2001). 39 str.
19. Gregorič Aleksandra: Corporate Governance in Slovenia: An International Perspective. Doctoral Dissertation. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003, 195 str.
20. Gregorič Aleksandra, Vespro Cristina: Corporate Governance in the Slovenian Post-Privatization Period: Approaching Blockholder Control. Budapest : Global Corporate Governance Forum, 2003, 24 str.
21. Grilc Peter: Pravo Evropske unije. Druga knjiga. Ljubljana : Cankarjeva založba, Zbirka Pravna obzorja, 2001. LXXX, 795 str.
22. Hansmann Henry: Ownership of the Firm. Journal of Law, Economics, and Organization, Oxford, 4(1988), 2, str. 267–304.
23. Hansmann Henry: The Ownership of Enterprise. Second edition. Cambridge : The Belknap Press of Harvard University Press, 2000. XI, 372 str.
24. Holderness Clifford G., Sheehan Dennis P.: Constraints on Large-Block Shareholders. Concentrated Corporate Ownership. Chicago : University of Chicago Press, 2000, str. 139-177.
25. Hubbard Glenn R., Palia Darius: Benefits of Control, Managerial Ownership and the Stock Returns of Firms. NBER Working Paper Series No. w5079. [URL: <http://www.nber.org/papers/w5079>], 14. 12. 2004.
26. Ivanjko Šime, Kocbek Marijan: Pravo gospodarskih družb. Gospodarsko statusno pravo. Ljubljana : ČZ Uradni list RS, 1995. 608 str.
27. Ivanjko Šime, Kocbek Marijan: Pravo družb – statusno gospodarsko pravo. 2. spremenjena in dopolnjena izdaja. Ljubljana : ČZ Uradni list RS, 1996. 608 str.
28. Jang Hasung: Privatization and Corporate Governance of SOEs in Korea. OECD conference Corporate Governance of State-owned Enterprises in China, 2000. [URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/47/42/1923676.pdf>], 14. 12. 2004.
29. Jensen Michael C.: Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. Journal Of Applied Corporate Finance, New York, 2001, 3, str. 8-21.
30. Kocbek Marijan: Delnice in delniška družba. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1995. 528 str.
31. Kocbek Marijan: Varstvo manjšinskih delničarjev v zvezi z odškodninskimi zahtevki in zahtevami za izredne revizije. Podjetje in delo, Ljubljana, 22(1996), 5-6, str. 650–662.
32. Kocbek Marijan: OECD Principles of Corporate Governance. Podjetje in delo, Ljubljana, 25(1999), 8, str. 1725–1743.
33. La Porta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio in Shleifer Andrei: Corporate Ownership Around the World. The Journal of Finance, Pittsburgh, 54(1999), 2, str. 471-517.

34. Liebenstein H.: Aspects of the X-efficiency Theory of the Firm. *The Bell Journal of Economics*, Santa Monica, 6(1975), 2, str. 392-415.
35. Mahboobi Ladan: Recent Privatization Trends. *Financial Markets Trends*, 2001. [URL: <http://www.privatizacio.info/oecd2000.pdf>], 14. 12. 2004.
36. Mehran Hamid: Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance. *The Journal of Financial Economics*, Chicago, 38(1995), 2, str. 163-184.
37. Milton Harris, Raviv Artur: Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules. *Journal of Financial Economics*, Chicago, 20(1988), str. 203-235.
38. Parkin Michael, Powell Melanie, Matthews Kent: *Economics*. Third edition. Harlow : Addison Wesley Longman, 1997. XXX, 1019 str.
39. Pirnat Rajko: Pravne osebe javnega prava: sistem ali kaos. *Podjetje in delo*, Ljubljana, 25(1999), 6/7, str. 910-922.
40. Prašnikar Janez, Gregorič Aleksandra, Čok Mitja: Finančna participacija v svetu in možnosti v Sloveniji. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 15 str.
41. Ribnikar Ivan: Odprava družbene lastnine podjetij, privatizacija... *Bančni vestnik*, Ljubljana, 1998, 1-2, str. 60-62.
42. Rock Edward B., Wachter Michael L.: *Waiting for Omelette to Set: Match-Specific Assets and Minority Opression. Concentrated Corporate Ownership*. Chicago : The University of Chicago Press, 2000, str. 201-247.
43. Samec Nataša: *Obramba družb pred prevzemom*. Maribor : Studio Linea, 2001. 242 str.
44. Shirley Mary M., Walsh Patrick: Public versus Private Ownership: The Current State of Debate, 2000. [URL: <http://rru.worldbank.org/Documents/PapersLinks/630.pdf>], 14. 12. 2004.
45. Shleifer Andrei, Vishny Robert W.: Politicians and Firms. *Quarterly Journal of Economics*. *The Grabbing Hand: Governmental Pathologies and Their Cures*. Cambridge : Harvard University Press, 8(1994), 4, str. 995-1025.
46. Shleifer Andrei, Vishny Robert W.: The Politics of Market Socialism. *Journal of Economic Perspectives*. *The Grabbing Hand: Governmental Pathologies and Their Cures*. Cambridge : Harvard University Press, 8(1994a), 2, str. 165-176.
47. Shleifer Andrei, Vishny Robert W.: A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, Chicago, 52(1997), 2, str. 737-783.
48. Shleifer Andrei, Vishny Robert W.: Perspectives on Government. *The Grabbing Hand: Governmental Pathologies and Their Cures*. Cambridge : Harvard University Press, 12(1998), 4, str. 517-561.
49. Simon Herbert A.: *Models of Man. Social and Rational*. New York : John Wiley and Sons Inc, 1957, str. 241-260.
50. Simoneti Marko: *Issues in Regulating Post-privatization Securities Markets in Transitional Economies*. Washington : Economic Development Institute of The World Bank, 1997. V, 25 str.

51. Simoneti Marko, Estrin Saul, Böhm Andreja: The Governance of Privatization Funds: Experiences of the Czech Republic, Poland and Slovenia. Cheltenham : Edward Elgar Publishing Limited, 1999. XII, 194 str.
52. Simoneti Marko et al.: Spremembe v strukturi in koncentraciji lastništva ter poslovanje podjetij po razdelitveni privatizaciji v Sloveniji v razdobju 1995-99: Empirična in institucionalna analiza. Ljubljana : CEEPN raziskava, 2001. 99 str.
53. Simoneti Marko: Problematika financiranja slovenskih podjetij. Ljubljana : Združenje bank Slovenije, Izobraževalni center, 2002.
54. Simoneti Marko, Gregorič Aleksandra: Lastništvo managerjev in uspešnost poslovanja privatiziranih podjetij v Sloveniji. Ljubljana : Pravna fakulteta in Ekonomska fakulteta, 2005. 22 str.
55. Stanovnik Tine: Javne finance. Prvi natis. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. IV, 196 str.
56. Stiglitz Joseph E.: Economics of the Public Sector. Second edition. New York : W. W. Norton & Company, 1988.
57. Stulz René.: Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control. Journal of Financial Economics, Chicago, 20(1988), str. 25-54.
58. Šercer Andrej: Kodeks upravljanja javnih delniških družb. Pravna praksa, Ljubljana, 2004, 13, str. 5–7.
59. Štiblar Franjo: Nacionalni interes v razvoju slovenskega finančnega sektorja in gospodarstva. Gospodarska gibanja, Ljubljana, 2000, 321, str. 25-44.
60. Turnbull Shann: Corporate Governance: Theories, Challenges and Paradigms. Social Sciences Research Network Electronic Paper Collection, 2000. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=221350], 14. 12. 2004.
61. Varanelli Luigi: Leveraged buyouts med teorijo in prakso. Podjetje in delo, Ljubljana, 27 (2001), 3/4, str. 356–369.
62. Wymeersch Eddy: Shareholders' Rights in Cases of Related Party Transactions. The First South East Europe Corporate Governance Roundtable »Shareholder Rights and Equitable Treatment« Bucarest, 2001. [URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/38/33/2394060.pdf>], 14. 12. 2004.
63. Zabel Bojan: Metodološka vprašanja podjetniškega prava. Zbornik znanstvenih razprav Pravne fakultete Univerze v Ljubljani. Ljubljana : Pravna fakulteta, 49(1989), str. 215-238.
64. Zabel Bojan: Razmerje med večinskimi in manjšinskimi delničarji v delniški družbi. Podjetje in delo, Ljubljana, 21(1995), 5/6, str. 613–620.
65. Zajc Katarina: Obvladovanje in vodenje družb (corporate governance) in nadzorni svet. Podjetje in delo, Ljubljana, 25(1999), 1, str. 5-20.
66. Zajc Katarina: Vodenje in obvladovanje gospodarskih družb – pregled in slovenske razmere Corporate Governance v Sloveniji. Pravnoekonomska analiza gospodarskih družb. Ljubljana : Pravna fakulteta, 2004, str. 11–35.

67. Žnidaršič K. Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna :
Dej, 1999. 417 str.

10 VIRI

1. A Primer on State Rainy Day Funds. [URL: www.itepnet.org/pb25rdf.pdf], 19. 5. 2005.
2. Bertoncelej Mateja: Lekove delničarje lahko brani le nov statut. Finance, Ljubljana, 18. 9. 2002, str. 3.
3. Bertoncelej Mateja: S pidi proti Novartis u tudi Triglav in Luka. Finance, Ljubljana, 11. 10. 2002a, str. 3.
4. Bertoncelej Mateja: Večji delničarji Leka podpisali sporazum. Finance, Ljubljana, 10. 10. 2002b, str. 4.
5. Bertoncelej Mateja, Dekleva Humar Bojana: Plahutnik odločil, Laščani za zdaj zmagali. [URL: <http://www.finance-on.net>], 14. 7. 2003.
6. Biščak Jože: Notranji lastniki želijo četrt Metala. [URL: <http://www.finance-on.net>], 2. 4. 2003.
7. Bogataj Marjeta: MKZ ni upošteval malih delničarjev. [URL: <http://www.finance-on.net>], 9. 8. 2004.
8. Bogataj Marjeta: SOD in KAD sta MKZ prodala skupaj, mali delničarji jezni. [URL: <http://www.finance-on.net>], 27. 10. 2004a.
9. Bogataj Marjeta: Zdravilišče Rogaška ni upoštevalo malih delničarjev. [URL: <http://www.finance-on.net>], 30. 8. 2004b.
10. Bohinc Rado et al.: Zakon o gospodarskih družbah s komentarjem. Druga, dopolnjena in spremenjena izdaja. 1. knjiga. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2002. 1068 str.
11. Bohinc Rado et al.: Zakon o gospodarskih družbah s komentarjem. Druga, dopolnjena in spremenjena izdaja. 2. knjiga. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2002a. 1452 str.
12. Bošnik Lucija: Po prevzemu Uniona ni več Plahutnikovih pogojev. [URL: <http://www.finance-on.net>], 14. 12. 2005.
13. Committee on Governmental Affairs United States Senate: The Role of The Board of Directors in Enron's Collapse, 2002. [URL: <http://images.chron.com/content/news/photos/02/09/22/enronreport.pdf>], 11. 5. 2005. 59 str.
14. Černetič Brina: V ozadju prevzema TKI Hrastnik vodstvo družbe. [URL: <http://www.finance-on.net>], 15. 11. 2004.
15. Černivec Aleš: Kdo rola Slovenijo? Mladina, Ljubljana, št. 6, 11. 2. 2002, str. 18–23.
16. Delo, Ljubljana, 24. 12. 2002, str. 14.
17. Dogovor med PID-i in obema državnima skladoma o temeljnih izhodiščih pri skupnem nastopanju skladov v gospodarskih družbah, 14. 11. 1995.
18. Drenovec Franček: Kaj storiti z inflacijo: čudežne formule ni. Trd bo treba biti. Sobotna Priloga, Delo, Ljubljana, 25. 5. 2002, str. 9 in 10.

19. Eckl Corina: States Broaden the Scope of Rainy Day Funds. [URL: www.ncsl.org/programs/fiscal/rdf1997.htm], 19. 5. 2005.
20. Encyclopedia of Corporate Governance (Encycogov). [URL: <http://www.encycogov.com/>], 16. 12. 2004.
21. Figueroa Boštjan, Gregorič Aleksandra: Management-Employee Buy-outs in Slovenia: The Case of BTC. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, Bank Austrian Creditanstalt, 2004. 15 str.
22. Finance: Iskra s tričlansko upravo. Finance, Ljubljana, 30. 8. 2002, str. 5.
23. Finance: V Lesnini dobička niso razdelili. Finance, Ljubljana, 4. 7. 2002a, str. 7.
24. Finance: Manjšinski delničarji Dravskih elektrarn zdaj še po pravico na sodišče. [URL: <http://www.finance-on.net>], 15. 1. 2003.
25. Finance: Privatizacija upravljanja portfelja SOD in KAD. [URL: <http://www.finance-on.net>], 20. 9. 2004.
26. Finance: Sklad za »deževne dni« bi zmanjšal vpliv politike v gospodarstvu. [URL: <http://www.finance-on.net>], 21. 10. 2004a.
27. Finance: Skupina manjšinskih delničarjev za statutarno omejevanje glasovalne pravice. [URL: <http://www.finance-on.net>], 31. 5. 2004b.
28. Finance: Jankovič letos zaslužil dober milijon dolarjev. [URL: <http://www.finance-on.net>], 23. 3. 2004c.
29. Finance: Mercatorjeva uprava bo prodala delnice. [URL: <http://www.finance-on.net>], 12. 11. 2004č.
30. Finance: Pivovarna Laško lastnik 95 odstotkov Uniona. [URL: <http://www.finance-on.net>], 11. 2. 2005.
31. FIPO, Finančni podatki, Agencija za plačilni promet. [URL: <http://www.ajpes.si/fipo02/cgi/search.exe?F=101&CP=1250&LANG=SLO>], 16. 12. 2004.
32. Frémod Olivier: The Role of Stakeholders. October 2000. [URL: http://66.102.9.104/search?q=cache:_Hd_BNnEWX8J:www.oecd.org/dataoecd/5/41/1930657.pdf+cumulative+voting+in+supervisory+boards&hl=sl], 10. 3. 2005.
33. Garner Bryan A.: A Dictionary of Modern Legal Usage. Second edition. New York : Oxford University Press, 1995. 953 str.
34. Gerovac Ksenija: SCT želijo prevzeti brez javne ponudbe. Finance, Ljubljana, 15. 11. 2002, str. 3.
35. Gerovac Ksenija: Sklada tuhtata, igro pa vodi Ivan Zidar. [URL: <http://www.finance-on.net>], 6. 4. 2004.
36. Gerovac Ksenija: Kaj se govori o menedžerskem odkupu Autocommercea. [URL: <http://www.finance-on.net>], 29. 3. 2005.
37. Gostiša Jure: Večno obdavčeni tudi mali delničarji z bogatejšo »žlahto«. Finance, Ljubljana, 23. 12. 2004, str. 19.

38. Grgič Maja: KAD bodo praznili prej. Delo, Ljubljana, 1. 6. 2002, str. 9.
39. Hočevar Borut: Upravni odbor je reagiral otročje. Finance, Ljubljana, 24. 12. 2001, str. 2.
40. Kapitalska družba d.d., Letno poročilo za leto 1999. [URL: http://www.kapitalska-druzba.si/kad/pdf/KAD_LP_1999.pdf], 16. 12. 2004.
41. Kapitalska družba d.d., Letno poročilo za leto 2000. [URL: http://www.kapitalska-druzba.si/kad/pdf/KAD_LP_2000.pdf], 16. 12. 2004.
42. Kapitalska družba d.d., Letno poročilo za leto 2001, z dne 13. 6. 2002. [URL: http://www.kapitalska-druzba.si/kad/pdf/KAD_LP_2001.pdf], 16. 12. 2004.
43. Kapitalska družba d.d., Letno poročilo za leto 2002, z dne 3. 6. 2003. [URL: http://www.kapitalska-druzba.si/kad/pdf/KAD_LP_2002.pdf], 16. 12. 2004.
44. Kapitalska družba d.d., Letno poročilo za leto 2003, z dne 23. 7. 2004. [URL: http://www.kapitalska-druzba.si/kad/pdf/KAD_LP_2003.pdf], 16. 12. 2004.
45. Kocbek Darja: Se bo v gradnjo avtocest vključil zasebni kapital. Delo, Ljubljana, 18. 2. 2002, str. 2.
46. Kocbek Marijan, Plavšak Nina, Premk Peter: Zakon o prevzemih (ZPre) s komentarjem. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1997. 242 str.
47. Kodeks upravljanja javnih delniških družb, 2004, podpisan s strani Borze, Združenja članov nadzornih svetov in Združenja managerjev Slovenije, Ljubljana, 18. 3. 2004. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/OBorzi/CGkodeks/KODEKS-sprejet.pdf>], 16. 12. 2004.
48. Koražija Nataša: Enigmčni figuri privatizacije. Manager, Ljubljana, št. 11, november 2002, str. 15 – 18.
49. Kordež Bine: Delniške opcije za nagrajevanje managementa v delniški družbi. Predstavitev na seminarju, Ljubljana, 16. 10. 2002.
50. Kos Marko: Volivci, od strank zahtevajte takojšnjo privatizacijo. [URL: <http://www.finance-on.net>], 22. 7. 2004.
51. Kos Suzana: Ali nas Dolenjska banka ni izučila? [URL: <http://www.finance-on.net>], 29. 8. 2004.
52. Kos Suzana: Male delničarje Banke Celje je strah. Finance, Ljubljana, 24. 9. 2004a, str. 5.
53. Krašovec Tone: Kam z opcijami. [URL: <http://www.finance-on.net>], 25. 2. 2004.
54. Letno poročilo Slovenske odškodninske družbe d.d. za leto 2002 z dne 25. 5. 2003. [URL: http://www.so-druzba.si/media/sod_letno.porocilo.pdf], 16. 12. 2004.
55. Letno poročilo Slovenske odškodninske družbe d.d. za leto 2003 z dne 10. 6. 2004. [URL: http://www.so-druzba.si/media/letno_20porocilo_202003.doc], 16. 12. 2004.
56. Management and employee buy-outs in central and eastern Europe – an introduction. London : EBRD, 1993. 99 str.

57. Managerski odkup in opcijski delniški program. Šesta seja UO, 2002. [URL: [http://www.zdruzenje-manager.si/slo/kdo-smo/upravni odbor/odkup-opcije](http://www.zdruzenje-manager.si/slo/kdo-smo/upravni_odbod/odkup-opcije)], 18. 4. 2002.
58. Mihajlović Novica: Vlada prodaja IUUV mimo ZPre. [URL: <http://www.finance-on.net>], 1. 4. 2004.
59. Mihajlović Novica: Menedžerji grozijo z ustavnim sporom zaradi dohodninskega zakona. [URL: <http://www.finance-on.net>], 14. 5. 2004a.
60. Naložbe SOD - Gospodarske družbe, v katerih ima kapitalski delež Slovenska odškodninska družba, d.d., na dan 30.11.2004. [URL: <http://www.so-druzba.si>], 17. 12. 2004.
61. Novković Goran: Ena sama davčna žalost. Finance, Ljubljana, 24. 12. 2004, str. 2.
62. OECD Guidelines on the Corporate Governance of State-owned Enterprises. OECD, 2005. 34 str.
63. Pogačar Miha: Pregled panoge pijač. Kapital, Ljubljana, 21. 4. 2003, str. 48.
64. Poročilo Urada za makroekonomske analize in razvoj, 2001. [URL: <http://www.sigov.si/zmar/>], 16. 12. 2004.
65. Praprotnik Tanja: Interbrew ponudil več, Laško še naprej čaka. Finance, Ljubljana, 19. 12. 2001, str. 3.
66. Praprotnik Tanja: Bi morali delničarji Leka dati ponudbo za prevzem. Finance, Ljubljana, 14. 10. 2002, str. 4.
67. Praprotnik Tanja: Kam s kupnino za Lek. Finance, Ljubljana, 13. 11. 2002a, str. 2.
68. Praprotnik Tanja: KAD bo letos prodal manj kot 50 naložb. [URL: <http://www.finance-on.net>], 4. 6. 2003.
69. Pušnik Manja: Mali delničarji Zdravilišča Rogaška proti upravi. [URL: <http://www.finance-on.net>], 29. 8. 2004.
70. Rednak Andreja: Laško lahko prevzame Union – brezpogojno. [URL: <http://www.finance-on.net>], 10. 5. 2005.
71. Repovž Mija: Nobene nuje za prodajo. Delo, Ljubljana, 12. 10. 2002.
72. Ručna Nataša: Emona obala bo pripojila neaktivno hčerko. [URL: <http://www.finance-on.net>], 23. 1. 2005.
73. Sklep o kriterijih za sklepanje pogodb o zaposlitvi direktorjev javnih podjetij, agencij in skladov, katerih ustanovitelj je Republika Slovenija (Uradni list RS, št. 33/97).
74. Sklep o merilih za določitev osnovne plače in merilih za izplačilo nagrade za uspešnost poslovanja direktorjev javnih podjetij, agencij in skladov, katerih ustanovitelj je Republika Slovenija (Uradni list RS, št. 50/98).
75. Smrekar Tanja: KAD in SOD bogatejša za 14 milijard tolarjev. Finance, Ljubljana, 15. 11. 2002, str. 5.
76. Smrekar Tanja: KAD in SOD prišpekulirala 36 milijard. Finance, Ljubljana, 2. 8. 2002a, str. 3.

77. Smrekar Tanja: Kaj bi lahko pomenil delničarski sporazum. Finance, Ljubljana, 19. 9. 2002b, str. 2.
78. Smrekar Tanja: Sklada sta kupovala Lek. Finance, Ljubljana, 2. 8. 2002c, str. 3.
79. Sovdat Petra: KAD in SOD se oklepata Intertrada ITA. Finance, Ljubljana, 28. 8. 2002, str. 5.
80. Sovdat Petra: Vodilni Pivovarne Laško s popustom do več delnic družbe. [URL: <http://www.finance-on.net>], 22. 12. 2003.
81. Sovdat Petra: Jankovič še ni odpisal odkupa Mercatorja. [URL: <http://www.finance-on.net>], 14. 11. 2004.
82. Sovdat Petra: Gorenjeva uprava bo še kupovala delnice. [URL: <http://www.finance-on.net>], 3. 3. 2005.
83. Stanovanjski zakon (SZ, ne velja od 14. 10. 2003) (Uradni list RS, št. 18/91, 29/2003).
84. Statut Kapitalske družbe pokojninskega in invalidskega zavarovanja d.d., čistopis z dne 22. 7. 2004.
85. Statut Slovenske odškodninske družbe, čistopis z dne 10. 5. 2001. [URL: http://www.sodruzba.si/media/sod_statut.pdf], 16. 12. 2004.
86. Strategija gospodarskega razvoja Slovenije 2001 – 2006, julij 2001. [URL: <http://www.sigov.si/zmar/projekti/sgrs/3.html>], 16. 12. 2004.
87. Šarlah Tilen: Vodstvo Telekomu kupilo delnice družbe. [URL: <http://www.finance-on.net>], 23. 6. 2004.
88. Špeh Nives: Paloma: različna mnenja o razporeditvi dobička. Finance, Ljubljana, 29. 8. 2002, str. 5.
89. Štajner Matjaž: Odnosi z direktorji se krhajo. [URL: <http://www.finance-on.net>], 14. 12. 2004.
90. Toplak Simona: Merkur razdelil dobiček. Finance, Ljubljana, 2. 7. 2002, str. 6.
91. Uredba o postopkih prodaje in drugih oblikah razpolaganja z državnim premoženjem (Uradni list RS, št. 47/2001, 123/2003).
92. URL: <http://www.finance-on.net>, 16. 12.2004.
93. Ustava Republike Slovenije (Uradni list RS, št. 33/91, 69/2004).
94. Vozel Mojca: Stopnjevanje pritiska v Iskri Avtoelektriki. [URL: <http://www.finance-on.net>], 21. 6. 2004.
95. Zagorac Željka: Obdavčitev kapitala po novem. [URL: <http://www.finance-on.net>], 9. 4. 2004.
96. Zagorac Željka: Zakonu o dohodnini grozi Ustavno sodišče. [URL: <http://www.finance-on.net>], 7. 5. 2004a.
97. Zakon o denacionalizaciji (Uradni list RS, št. 27/91, 54/2002).
98. Zakon o dohodnini (Uradni list RS, št 54/2004, 80/2004).

99. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/93, 124/2004).
100. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94, 26/99).
101. Zakon o izvrševanju proračuna Republike Slovenije za leti 2004 in 2005 (Uradni list RS, št. 130/2003).
102. Zakon o javnih financah (Uradni list RS, št. 79/99, 56/2002).
103. Zakon o javnih skladih (Uradni list RS, št. 22/2000).
104. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/92, 101/99).
105. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ, ne velja od 1. 1. 2000) (Uradni list RS, št. 12/92, 5/94, 7/96).
106. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-1, Uradni list RS, št. 106/99, 133/2003).
107. Zakon o prevzemih (Uradni list RS, št. 47/97, 56/99).
108. Zakon o privatizaciji pravnih oseb v lasti Sklada RS za razvoj in obveznosti Agencije RS za prestrukturiranje in privatizacijo (Uradni list RS, št. 71/94, 101/99).
109. Zakon o Prvem pokojninskem skladu RS in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 50/99).
110. Zakon o Slovenskem odškodninskem skladu (Uradni list RS, št. 7/93, 48/94).
111. Zakon o zadrugah (Uradni list RS, št. 13/92, 35/96).