

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

KORPORACIJSKI ŠKANDALI V SVETU

Ljubljana, julij 2006

TEODOR DOBRIČ

IZJAVA

Študent Teodor Dobrič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc.dr. Aleksandre Gregorič in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne

Podpis:

KAZALO

1. UVOD	1
2. OPREDELITEV IN NASTANEK KORPORACIJ	2
2.1. OPREDELITEV KORPORACIJE	2
2.2. NASTANEK IN RAZVOJ KORPORACIJ V ZDA	4
3. KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE.....	5
3.1. SPREMEMBE V KORPORACIJSKEM UPRAVLJANJU V ZDA	7
3.2. MEHANIZMI KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA	9
3.3. DEJAVNIKI POMEMBNOSTI KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA	10
4. PRIMER ENRON	11
4.1. NASTANEK IN RAZVOJ ENRONA	11
4.2. VZROKI ZA PROPAD ENRONA	13
4.3. PROPAD ENRONA.....	16
5. PRIMER WORLDCOM.....	18
5.1. NASTANEK IN RAZVOJ WORLDCOMA	18
5.2. VZROKI ZA PROPAD WORLDCOMA	21
5.3. PROPAD WORLDCOMA.....	24
6. PRIMER PARMALAT.....	26
6.1. NASTANEK IN RAZVOJ PARMALATA	26
6.2. VZROKI ZA PROPAD PARMALATA	28
6.3. PROPAD PARMALATA	30
7. POSLEDICE IN NAUKI PRIMEROV	32
7.1. SARBANES-OXLEY ZAKON (SOA).....	33
7.2. NAUKI PRIMEROV.....	36
SKLEP	38
LITERATURA	40
VIRI	42

1. UVOD

Korporacijski škandali so svetu postali znani že v tridesetih letih prejšnjega stoletja, svoj vrhunec pa so dosegli v 21. stoletju. Najaktualnejši in največji korporacijski škandali so se zgodili le mesec po terorističnih napadih na New York in Washington in danes so Enron, Worldcom in Arthur Andersen postale metafore za umetno prikazovanje uspeha, korupcije in finančnih bankrotov. Nekateri komentatorji so te škandale poimenovali Watergate v gospodarskem svetu in s tem napovedali izgubo zaupanja v ameriške finančne trge. Prvi večji škandal je nastal ob razkritju, da je eno izmed najuglednejših podjetij v ZDA, Enron, prikrivalo več kot milijardo dolga z ustanavljanjem družb s posebnim namenom, da so manipulirali na trgu elektrike in energije ter da so si s podkupovanji tujih vlad zagotavljali dobičkonosne posle. V trenutku je 70 milijard vredna korporacija razglasila bankrot, s čimer je več tisoč ljudi izgubilo poleg svojih služb tudi svoje življenjske prihranke. S tem bankrotom pa se nočna mora investorjev na ameriškem trgu ni končala, ampak šele dobro začela, saj so sledile afere Global Crossing, Tyco, Adelphia Communications in že omenjeni Worldcom. Slednji je razglasil bankrot 21. julija 2002, potem ko je priznal, da se je zapletel v 11 milijard vredno prevaro. Ko je Evropa zatrjevala, da se njej ne more zgoditi kaj podobnega, je izbruhnil škandal podjetja Parmalat. Podjetje je razglasilo bankrot leta 2003, po tem ko so priznali, da so napravili veliko nepravilnosti pri prikazovanju svoje uspešnosti in ko je brez sledu z njihovih računov izginilo več milijard evrov. Zaradi vseh teh škandalov je postalo jasno, da nad managerji korporacij ni bilo pravega nadzora in da so imeli proste roke pri delovanju v dolgoročno škodo delničarjev. Svetovna javnost se je začela spraševati, kaj je narobe z obstoječimi sistemi: izpostavile so se namreč nove dileme korporacijskega upravljanja, ki so zahtevale mnogo vročih razprav.

Namen diplomske naloge je prikazati, da korporacijski škandali, Enron, Worldcom in Parmalat niso bili zgolj posledica finančnih oziroma računovodskih prevar, ampak tudi slabega korporacijskega upravljanja, zlasti neustreznega delovanja odbora direktorjev (upravni odbor). Pri analizi primerov podjetij se naslanjam na obstoječa teoretična in empirična dognanja na področju korporacijskega upravljanja. V prvem delu naloge, ki obsega dve poglavji, bom obravnaval problematiko najprej s teoretičnega vidika.

V drugem poglavju prvega dela naloge bom najprej opredelil pojem korporacije, kako jo ustanovimo, kakšne vrste korporacij poznamo in najpomembnejše, kako so se pojavile korporacije v ZDA. Tretje poglavje pa bo zajemalo korporacijsko upravljanje. Najprej bom definiral pojem korporacijskega upravljanja, nato pa predstavil osrednji problem slednjega, in sicer problem agentov, ki sta ga vzpostavila Jensen in Meckling (1976).

Ker se korporacijsko upravljanje z leti spreminja, bom razdelal tudi njegove premike v zadnjih 20-ih letih, na koncu pa bom predstavil še mehanizme, ki blažijo probleme korporacijskega upravljanja.

Drugi del naloge je praktične narave. V njem bom podrobneje predstavil tri že omenjene primere korporacij. V vseh treh primerih bo struktura poglavja enaka. Najprej bom predstavil podjetje, nato njegove začetke in razvoj skozi čas.

V drugem podpoglavju bom predstavil vzroke za propad podjetij, tako računovodske oziroma finančne in tudi vzroke slabega korporacijskega upravljanja. V tretjem podpoglavju bom predstavil propad podjetij in na koncu tudi bankrot.

Primeri si bodo sledili po naslednjem zaporedju: Enron, Worldcom ter primer iz evropske prakse – Parmalat.

Ker so ti primeri povzročili velik odmev v svetu, bom v sedmem poglavju razdelal spremembe, ki so jih terjali škandali, na koncu pa izrazil še svoj pogled na celotno dogajanje. Temu bo sledil še sklep z vsemi ugotovitvami.

2. OPREDELITEV IN NASTANEK KORPORACIJ

2.1. OPREDELITEV KORPORACIJE

Korporacija je opredeljena kot pravna oseba, ki je neodvisna in ločena od lastnikov in vlagateljev (Pinto, Branson, 1999, str. 1)

Ameriška literatura označuje korporacijo kot glavno orodje kapitalizma in kot eno najznačilnejših pravnih iznajdb zahodnega političnega sistema (Bohinc, 2001, str. 172). Korporacije se po ameriškem pravu delijo na (Bohinc, 2001, str. 172):

- splošne (»public«),
- javne (»public authority«),
- zasebne (pridobitne (profit) in nepridobitne (non-profit)).

Ko je korporacija ustanovljena, so njene delnice ponavadi v lasti peščice ljudi (managerjev). Ko podjetje raste in so nove izdaje delnic potrebne za zbiranje dodatnega kapitala, se z delnicami trguje širše, in sicer javno. Takšne korporacije so javne družbe (»public corporations«) in večina ameriških korporacij je takšnih (Brealey, Myers, 2003, str. 4).

Kadar je družba organizirana kot korporacija, lahko privabi različen spekter vlagateljev. Nekateri bodo imeli v lasti zgolj peščico delnic in zato tudi nižji delež dobička in dividend in manjšo pravico odločanja. Na drugi strani pa so lahko investitorji veliko večji (npr. pokojninski skladi, zavarovalnice, ..) in sicer imajo v lasti delnice vredne milijone dolarjev, zato so upravičeni do višjega deleža dobička ter višjega števila dividend in večje možnosti odločanja (Brealey, Myers, 2003, str. 4).

Korporacije se ločijo od drugih poslovnih oblik predvsem zaradi svojih temeljnih značilnosti, ki so (Monks, Minow, 2004, str. 11):

- omejena odgovornost (limited liability),
- centraliziran management (centralized management),
- pravna osebnost (legal personality),
- prost pretok in prenos lastniških deležev oziroma delnic korporacij.

Najpomembnejša značilnost korporacije je, da ima omejeno odgovornost, kar pomeni, da delničarji niso osebno odgovorni za dolg, ki ga podjetje ustvari. Največ, kar vlagatelj lahko izgubi, je vrednost njegove naložbe (Brealey, Myers, 2003, str. 4).

Delničarji na managerje prenesejo pravice upravljanja z njihovo lastnino, torej sredstvi korporacije. Obenem managerje zavežejo, da pri upravljanju s temi sredstvi stremijo k cilju maksimizacije tržne vrednosti lastniškega kapitala, vendar pa managerji običajno želijo maksimizirati lastne dohodke, kar ni nujno skladno s ciljem lastnika. To področje spada v okvir problema agentov, ki ga bom obdelal v naslednjem poglavju.

Čeprav imajo delničarji v lasti korporacijo, še ne pomeni, da jo tudi upravljajo. Namesto tega na osnovi glasovalnih pravic, ki so sorazmerne z lastniškim deležem (višji lastniški delež, več glasovalnih pravic), izvolijo odbor direktorjev (angl. board of directors). Odbor sestavljajo vodilni managerji podjetja in zunanji direktorji, ki jih zaposli podjetje (angl. outside directors, independent) (Brealey, Myers, 2003, str. 4). Zunanji direktorji so ponavadi ugledni ljudje iz gospodarske in akademske sfere in jim je veliko do tega, da svoj ugled povečajo z udeležbo v podjetju. Zato velja splošno prepričanje, da so zunanji direktorji boljši nadzorniki kot notranji direktorji (Weston, 2001, str. 599).

Odbor direktorjev ima pet glavnih funkcij (Monks, Minow, 2004, str. 200):

- izbira, redno ocenjuje in po potrebi nadomesti glavnega izvršilnega direktorja (angl. Chief executive officer), določa plačo managementu,.
- pregleduje in dovoljuje finančne cilje, glavne strategije in plane korporacije,
- nudi svetovanje vodilnemu managementu ,
- izbira in priporoča delničarjem za volitve primeren predvolilni seznam kandidatov za odbor direktorjev; ocenjuje napredek in kvaliteto odbora,
- pregleduje skladnost sistemov z zakonodajo oziroma ureditvijo.

Tretja pomembna lastnost korporacije je pravna osebnost. Korporacija je namreč pravno ločena od delničarjev, ki jo imajo v lasti. Korporacija kot pravna oseba lahko posoja oziroma si izposoja denar, zbira denar z izdajo novih delnic, plačuje davke (vendar nima volilne pravice) in tako dalje. Ločevanje lastništva in upravljanja pa zagotavlja korporaciji trajnost obstoja. To pomeni, da bo korporacija kljub odpovedi ali zamenjavi direktorjev

živela naprej, vendar je ta trajnost ponavadi določena z ustanovitvenim aktom (Brealey, Myers, 2003, str. 5).

Lastninska upravičenja lahko delničarji prodajajo oziroma so prenosljiva na tretje osebe brez odobritve korporacije in tudi brez odobritve drugih delničarjev.

Na koncu naj še omenim, zakaj korporacije sploh obstajajo. Monks in Minow navajate naslednje (2004, str. 14):

- zadovoljstvo ljudi, saj korporacije predstavljajo nekakšno prodajalno, ki poteši osnovne človeške nagone,
- korporacije omogočajo dolgotrajne in fleksibilne socialne strukture,
- korporacije nudijo posamezniku večje in dolgotrajnejše območje delovanja,
- predstavljajo nekakšno identiteto. Korporacije so osebe, ki so upravičene do zaščite svoje lastnine. So vir delovnih mest, posledično življenjskih razmer ljudi, in imajo pomemben politični kapital. Prav tako določajo, kateri proizvodi in storitve bodo na voljo in hkrati določajo tudi cene.

2.2. NASTANEK IN RAZVOJ KORPORACIJ V ZDA

Začetki ameriške korporacije segajo v leto 1811, ko je država New York sprejela splošni statut o ustanavljanju delniških družb. Prve korporacije v sodobnem pomenu besede so bile nekakšne družbe za upravljanje premoženja ali trusti. To so bila združenja konkurenčnih podjetij, ki so se združila zaradi določanja cen, kar takrat ni bilo nezakonito. Direktorji teh združenj so se imenovali upravljalci premoženja (trustees) in so razpolagali s precejšno diskrecijsko pravico upravljanja s sredstvi vlagateljev. Bili so predhodniki današnjih managerjev in torej temelj sodobne managerske vloge pri upravljanju korporacij.

Kasneje, v 20. stoletju, je prišlo na področju modernih korporacij do treh velikih sprememb (Williamson, 1981, str. 1555):

- pojav multidivizijske organizacije v 1920-ih,
- pojav konglomeratov po drugi svetovni vojni,
- razvoj multinacionalnih korporacij v 1970-ih.

Naslednjo fazo v razvoju korporacij predstavlja pojav razpršenega lastništva. Mejniki je bila prva javna ponudba delnic podjetja Ford. Državljeni so bili navdušeni nad možnostjo, da postanejo resnični pripadniki ameriškega kapitalizma, enako lastniki kot delavci. Ta javna prodaja pa je pomenila začetek pomembnega vpliva trga kapitala na velika podjetja. Prej je bila namreč borza nekakšen klub bogatih družin, tedaj pa so njeni člani postali tudi navadni državljani. Po drugi svetovni vojni se je newyorška borza uveljavila kot glavni center množičnega delničarstva.

Proces povečevanja lastnikov (in s tem zmanjševanja povprečnega lastniškega deleža) se je nadaljeval tudi v naslednjih desetletjih. Razpršeno lastništvo je tako postalo glavna značilnost ameriške korporacije po drugi svetovni vojni. Osnovni elementi lastništva so: pravica do uporabe lastnine, določanje pravil uporabe lastnine tretji osebi in določanje načina prenosa pravic, ki izhajajo iz lastnine na tretjo osebo.

Glavna pravica, ki se je ameriški lastniki intenzivno poslužujejo, je pravica do prenosa lastništva oziroma prodaje lastniškega deleža. Prenašanje lastniških deležev z ene osebe na drugo je močno zmanjšalo moč in spodbude za uveljavljanje pravic, ki izhajajo iz lastnine. Ena med najpomembnejšimi pravicami delničarjev je nadzor nad porabo njihove lastnine, torej nad upravljanjem s sredstvi korporacije s strani managerjev. Zaradi majhnosti njihovih lastniških deležev in dejstva, da so delničarji zaščiteni z omejeno odgovornostjo, imajo le-malo spodbud za dejansko izvanjanje nadzora. Pravico upravljanja s sredstvi korporacije delničarji podelijo managerjem, ob odsotnosti nadzora pa imajo managerji tudi relativno proste roke pri sprejemanju odločitev. To je druga pomembna značilnost ameriških korporacij. V zadnjih desetih letih se je s koncentracijo lastniških deležev v rokah institucionalnih investitorjev (pokojninskih skladov, investicijskih skladov, zavarovalnic, bank, univerz in fundacij) stanje nekoliko spremenilo, vendar še vedno velja, da sta moč in vpliv ameriških managerjev precejšnja, nadzor nad njimi pa šibek.

3. KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE

Izraz korporacijsko upravljanje (angl. Corporate governance) izhaja iz povezave med vodenjem mest oziroma držav in vodenjem korporacij (Becht et al., 2002, str. 6). Korporacijsko upravljanje je splet odnosov med skupinami, ki so udeležene v določanju smeri in načinov delovanja korporacij (Monks, Minow, 2004, str. 1). V svojem ožjem pomenu je korporacijsko upravljanje nabor procesov, s katerimi investitorji poskušajo minimizirati transakcijske stroške in stroške agentov, obenem pa jim kaže neko smer, kako vplivati na management, da dobijo primeren donos na svojo naložbo (Frydman, Rapaczynski, 1993, str. 40). Bistvo je, da se korporacijsko upravljanje nanaša na splet notranjih in zunanjih kontrolnih mehanizmov, ki zmanjšujejo konflikte med delničarji in managementom, do katerih pride zaradi ločitve lastništva in upravljanja (Shleifer, Vishny, 1986, str. 463).

Korporacijsko upravljanje ima dve glavni funkciji:

- zagotavljanje načel in pravil, s katerimi zapolnjujejo praznine, ki so posledica nepopolnih korporacijskih pogodb; namen teh načel in pravil je zmanjševanje pogodbenih stroškov in oblikovanje okvira za popolnejše pogodbe (Gregorič, 2003, str. 9),
- zagotavljanje mehanizmov za obvladovanje stroškov agentov, torej mehanizmov, ki preprečujejo, da bi managerji zasledovali cilje, ki so v nasprotju s ciljem maksimizacije tržne vrednosti podjetja; vsak sistem korporacijskega upravljanja

mora vsebovati notranje ali zunanje mehanizme, ki zagotavljajo zamenjavo neučinkovitega managementa; podjetja morajo biti sposobna kredibilnih zavez k obvladovanju tovrstnih problemov, da lahko pridobijo kapital iz zunanjih virov (Gregorič, 2003, str. 9)

Ko se ločita lastništvo in upravljanje, pride tudi do ločitve med tistimi, ki investirajo (principali) in tistimi, ki z investiranimi sredstvi upravljajo (agenti); posledično nastanejo tako imenovani stroški agentov.

Prva sta problem agenta izpostavila Jensen in Meckling (1976, str. 312). pravita, da povsem racionalno maksimiranje lastnih koristi vodi v situacijo, ko se agenti (managerji) ne obnašajo tako, kot bi si želeli principal (lastnik). Najprej sta definirala stroške agentov kot vsoto:

- stroškov nadzora s strani principala,
- stroškov grajenja zaupanja (angl. bonding) s strani agenta,
- izgube zaradi neoptimalnega obnašanja.

Analiza temelji na primerjavi vrednosti podjetja, kjer je manager 100% lastnik in vrednosti po tem, ko manager proda del podjetja. Ob 100% lastništvu bo manager 100% kril stroške drugih nedenarnih ugodnosti. Ob manjšem deležu jih del krije zunanji lastnik in manager jih zato povsem racionalno maksimira. Zunanji lastnik se tega zaveda in bo zato pripravljen plačati malce manj za delež v podjetju. Znižanje vrednosti podjetja bo zatorej v celoti nosil prvotni lastnik-manager. Dejstvo je, da nižje kot je lastništvo managerja, bolj se managerju splača »zapravljati« premoženje v lastno korist in lastnik ga mora tem bolj nadzirati. Ker pa stroške nadzora nosijo lastniki sami, se le-ti nadzoru načeloma izogibajo, zlasti manjši lastniki.

Postavlja se vprašanje, kako minimizirati stroške agentov, o katerih smo govorili. Prva možnost je z notranjim nadzorom, to je prek nadzornih svetov. Druga možnost je zunanja oblika nadzora, to je prek kapitalskih trgov. Jensen (1986, str. 323) pravi, da morajo managerji delovati s čim manj prostega denarja. To je denar, ki ostane v podjetju, potem ko so financirani vsi projekti s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Managerji bi lahko problem prostega denarnega toka rešili preko izplačevanja dividend, odkupovanja lastnih delnic ali pa z dodatno zadolžitvijo, pri kateri denar ne ostane pod njihovo kontrolo. Izplačevanje dividend in odkupovanje lastnih delnic ni dovolj kredibilno početje, saj je na primer lahko napovedano stalno zvišane dividende v bodočnosti znižati brez kakšne resne kazni. Zadolžitev pa lahko podjetje vodi tudi v stečaj.

Jensen in Meckling sta ugotovila, da samo konkurenca ni dovolj, zato da bodo managerji v podjetjih maksimirali premoženje lastnikov. Vzpostavila sta idejo, da so lastniki in upniki pomembnejši od uprave podjetja in delavcev. Po njunem mnenju naj bi se managerjev ne obravnavalo nič drugače kot vodovodarjev, nagrajevalo pa naj bi se jih samo, če delujejo v skladu z naročnikom oziroma lastnikom. Takšno razmišljanje je povzročilo v ZDA

prevzemne borbe, odkupe s finančnim vzvodom (leveraged buyout ali LBO) in (pre), bogato opcijsko nagrajevanje managerjev, kar se je, tako kot v tridesetih letih prejšnjega stoletja, končalo z borznim zlomom ter poslovnimi škandali. Jensen in Meckling sta vzpostavila »ameriški« sistem korporacijskega upravljanja.

V nadaljevanju pa bom predstavil, kako se je v zadnjih 20-ih letih spremenilo korporacijsko upravljanje v ZDA.

3.1. SPREMEMBE V KORPORACIJSKEM UPRAVLJANJU V ZDA

Korporacijsko upravljanje se je v ZDA po letu 1980 zelo spremenilo. Pred tem letom je management deloval z idejo, da predstavljajo korporacijo in ne delničarje oziroma lastnike. V takšnem pogledu je bil cilj zagotoviti rast podjetja (ali vsaj stabilnost) ne pa maksimizirati premoženje delničarjev. Nezadovoljni delničarji so redko posegali po zunanjih mehanizmih upravljanja. Sovražni prevzemi so bili nekaj nenavadnega. Organizirane delničarske tožbe (angl. Proxy fights) so bile razmeroma redke in brez pravih možnosti uspeha. Upravni odbori so bili večinoma nekritični do managementa in so mu bili podrejeni, kar je vsekakor omejevalo moč nadzora nad izvršnim managementom (Holmstrom, Kaplan, 2003, str. 5).

Notranje spodbude za vodilne v obliki večjih lastniških deležev in opcij so bile razmeroma neuveljavljene. Na primer v letu 1980 je bilo 20% plače članov uprave vezano na uspešnost na trgu delnic Dolgoročne načrte nagrajevanja so uporabljali pogosteje, vendar so bili zasnovani na računovodskih merah kot je rast prodaje ali zaslužek, ki so vezali spodbudo managementa manj direktno oziroma sploh ne na delničarje (Holmstrom, Kaplan, 2003, str. 5).

Od takrat se je korporacijsko upravljanje v ZDA spremenilo v naslednjih treh ključnih elementih:

- nagrajevanje izvršnega osebja ali izvršilnega managementa,
- vloga delničarjev,
- odbor direktorjev.

3.1.1. Spremembe v plačilu izvršnemu osebju

Celotno plačilo ameriškemu vodilnemu osebju (še posebej pa plačilo vezano na opcije) se je v zadnjih dveh desetletjih zelo povečalo. Študija Halla in Liebmana¹ objavljena v poznih devetdesetih letih je pokazala, da se je povprečno plačilo ameriškemu izvršnemu direktorju v obdobju od 1980-1994 povečalo kar za trikrat. Ista študija je pokazala, da se je zelo povečalo tudi nagrajevanje v obliki lastniških deležev, saj so plačila v lastniških deležih v

¹ Brain Hall in Jeffrey Liebman, "Are CEOs Really Paid like Bureaucrats?" Quarterly Journal of Economics, 1998 str. 653-691

letu 1994 predstavljala skoraj 50% celotnega plačila izvršnemu direktorju (v 1980 za primerjavo le 20%). Ta trend se je nadaljeval tudi v obdobju med 1994-2001, a je potekal še z večji stopnjo rasti. Plačilo izvršnemu direktorju se je v zadnjih dvajsetih letih povečalo šestkrat (Holmstrom, Kaplan, 2003, str. 10).

Takšno povečevanje plačil, predvsem v obliki opcij, je povzročilo veliko negodovanja, saj so zunanji opazovalci trdili, da je to nezaslužen prenos od blaginje delničarjev izvršilnemu osebju. Problem opcij je tudi, da ne predstavljajo stroškov, ki jih podjetja ne izkazujejo kot računovodske stroške. So zgolj pogodba med podjetjem in izvršnim osebjem. Delniška opcija je pravica do nakupa delnic v nekem določenem obdobju, po neki znani ceni (izvršna cena). Po Enronovem propadu so mnogi zahtevali, da so opcije definirane kot stroški, kar bi omogočilo večjo transparentnost (Windolf, 2002, str. 174-175).

3.1.2. Spremembe v aktivnosti delničarjev

Ena od sprememb zadnjih dveh desetletij je tudi sestava delničarjev v ZDA, ki se je zelo predrugačila. Veliki institucionalni investitorji imajo v lasti vse večje deleže ameriških podjetij. Na primer v obdobju med 1980-1996 so ameriški institucionalni investitorji skoraj podvojili svoj delež v ameriških podjetjih (iz manj kot 30% leta 1980 na več kot 50% leta 1996). Ta sprememba je dobrodošla v sestavi, saj so institucionalni investitorji aktivni in profesionalni upravljalci. Zato imajo večjo spodbudo nadziranja v podjetjih in hkrati ustvarjajo več donosov na svoje investicije (Holmstrom, Kaplan, 2003 str. 14).

3.1.3. Spremembe v odboru direktorjev

V drugi polovici osemdesetih letih so se zaradi različnih nepravilnosti v odboru direktorjev začele pojavljati 3 zahteve, ki bi takratno stanje lahko izboljšale: i) člane odbora naj izbere komisija za imenovanje, ii) več plačila direktorjem naj bo v obliki lastniških deležev iii) zagotovi naj se večji nadzor direktorjev nad sestanki odbora prek imenovanja predsednika, rednih pregledov uspeha izvršnih direktorjev in sestankov samo z zunanjimi člani odbora direktorjev.

Po tem, ko so se te zahteve pojavile, so se vse do danes tudi uresničile. Ameriška podjetja se danes namreč vse bolj poslužujejo komisij za imenovanje. Sestanki z zunanjimi člani odbora so redni, vendar jih je še vedno premalo. Odbori direktorjev vsebujejo vse več zunanjih oziroma neodvisnih direktorjev in so po številu članov manjši (manjši odbori naj bi bili bolj uspešni pri discipliniranju izvršnih direktorjev). Spodbudno je tudi dejstvo, da člani odbora prejemajo vse večji delež plačila v obliki delnic ali opcij (Holmstrom, Kaplan, 2003 str. 15-17).

Vendar kljub vsem napredkom, propadi veliki podjetij kot sta Enron in Worldcom kažejo, da odbori direktorjev v ZDA še vedno niso dosegli optimalnega nivoja neodvisnosti in nadzora.

3.2. MEHANIZMI KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA

Omenil sem že, da ločitev lastništva in upravljanja v podjetju povzroči t.i. problem agenta, ko management deluje v smeri povečevanja svoje blaginje in ne blaginje delničarjev. Razpršeno lastništvo ta problem še pogloblja, zaradi problema kolektivne akcije. Becht et al. navajajo pet mehanizmov, ki zmanjšujejo ta problem in hkrati disciplinirajo managerje (Becht et al., 2002, str. 23):

- izvolitev odbora direktorjev, ki odraža interes lastnikov, do katerih je glavni izvršilni uradnik (CEO) odgovoren,
- prevzem ali proxy fight (organizirano oz. združenje delovanje malih delničarjev),
- aktivno in neprestano nadzorovanje s strani velikega delničarja, ki je lahko bogat investitor, finančni posrednik (npr. banka) ali institucionalni investitor,
- poravnava interesov lastnikov in managerjev preko pogodb o plačilu managementa,
- jasno definirana fiduciarna odgovornost vodilnih z možnostjo delničarskih tožb proti korporacijskim odločitvam v škodo delničarjev ter odškodnin za utrpelo škodo.

Odbor direktorjev je prevladujoča oblika nadzora po svetu. Naloga odbora je, da neposredno predstavlja voljo delničarjev in zagotavlja delovanja managerjev v skladu z željami lastnikov (maksimizira donos lastnikov). Če gre podjetju slabo, lahko lastniki preko odbora direktorjev managerja zamenjajo (Hennessey, 2004, str. 4).

Drugi pomemben mehanizem je plačilo managementa. Da bi zbližali cilje lastnikov in managerjev, slednji dobijo del plačila tudi v obliki delniških opcij (tako managerji povečujejo svoj lastniški delež v podjetju). Večje kot je prekrivanje med lastništvom in upravljanjem, manj je konfliktov med managerji in lastniki. Premajhen lastniški delež managerjev lahko vodi v neučinkovito porabo prostega denarja, prevelik pa se lahko odraža v utrdbi managementa in grajenju imperija (angl. empire building). Jensen in Warner menita, da obstaja nek optimalen lastniški delež, ki popolnoma uskladi interese managerjev in lastnikov (Hennessey, 2004, str. 5).

Delniški trg lahko predstavlja nekakšen forum korporacijskega upravljanja. Ker delničarji lahko prosto trgujejo z delnicami, s tem »glasujejo« na ukrepe managementa, tako da kupujejo ali prodajajo delnice. Če gre podjetju slabo, se bo to odrazilo v padajoči ceni delnice, kar pomeni, da mora odbor razmisliti o prihodnosti podjetja in sprejeti vse potrebne ukrepe za izboljšanje situacije. Poleg tega imajo institucionalni investitorji v lasti večino navadnih delnic nekega podjetja, kar pomeni, da v veliki meri vplivajo na podjetje. Torej slabi finančni rezultati lahko spodbudijo te velike delničarje, da zamenjajo neproduktivni management (Hennessey, 2004, str. 5).

Zadnji mehanizem korporacijskega upravljanja so prevzemi. Neuspešna podjetja pogosto privabijo druge, ki menijo, da bi ga lahko vodili bolj učinkovito in dobičkonosno. Takšno podjetje postane prevzemna tarča, ki ima namen zamenjave managementa (Hennessey, 2004, str. 6). Delničarji s tem pridobijo, saj prevzem ponavadi poviša ceno delnice, tako da delničarji dobijo neko premijo.

3.3. DEJAVNIKI POMEMBNOСТИ KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA

Zakaj je korporacijsko upravljanje postalo tako pomembna tema šele v zadnjih dveh desetletjih in ne prej? Za to obstaja več razlogov (Becht et al., 2002, str. 10):

- privatizacijski val v zadnjih dveh desetletjih po vsem svetu,
- reforma pokojninskih skladov in rast prihrankov,
- val prevzemov v 1980-ih,
- vzhodnoazijska kriza,
- deregulacija in integracija kapitalskih trgov,
- serija finančnih škandalov in propadov velikih korporacij v ZDA.

Privatizacijski val je dvignil veliko vprašanj o tem, kakšno naj bo lastništvo novo privatiziranih korporacij in kakšno naj bo upravljanje. V nekaterih državah, posebej v Veliki Britaniji, so s privatizacijo poskušali ustvariti nekakšno delničarsko demokracijo (angl. shareholder democracy). Nekateri so poskrbeli, da so kontrolo prevzeli veliki delničarji (Becht et al, 2002, str. 11).

Rast jasnih pokojninskih načrtov je povzročila, da se je vse več prihrankov stekalo v pokojninske in vzajemne sklade. Zato so nastajale nekakšne skupine investorjev, ki so bile dovolj močne in velike, da so vplivale na korporacijsko upravljanje. Dejstvo je, da delež finančnih sredstev v lasti institucionalnih investorjev stalno raste od začetka devetdesetih let prejšnjega stoletja.

Val sovražnih prevzemov v 1980-ih v ZDA in 1990-ih v Evropi je skupaj z valom združitve začel pretresati do sedaj pasiven korporacijski svet in zato je spodbudil debato o korporacijskemu upravljanju (Becht et al, 2002, str. 12).

Vzhodnoazijska kriza je razkrila šibko zaščito investorjev na novo pojavljajočih se trgih in hkrati osvetlila slabo korporacijsko upravljanje na teh trgih. Ta kriza je vodila v ponovno ocenjevanje azijskega modela, podobno so storili tudi v Rusiji in drugih tranzicijskih državah, ki so imele probleme. Zato je reforma korporacijskega upravljanja v Rusiji in Aziji postala glavna prioriteta OECD-ja in Svetovne banke (Becht et al, 2002, str. 14).

V začetku 21. stoletja so začeli svet (predvsem ZDA) pretresati finančni škandali, ki so nastali zaradi računovodskih nepravilnosti, s katerimi so podjetja napihovala svoje

poslovne rezultate. Prvi, v seriji odmevnejših škandalov, je bil primer Enron, kasneje pa mu je sledil Worldcom, ki je postavil mejnik največjega bankrota kakšnega podjetja v ZDA. Oba propada sta bila posledica slabega korporacijskega upravljanja, zato sta v nadaljevanju podrobneje razdelana.

4. PRIMER ENRON

Bankrot Enrona je bil prvi večji škandal, ki je pretresel Ameriko, vendar ne največji, kot se je izkazalo kasneje. Vodstvo podjetja je bilo po daljšem obdobju dinamičnega razvoja pripravljeno storiti vse, da bi prikazalo čim boljše poslovne rezultate, vzrok za takšno ravnanje pa je bila želja po čim večjem zaslužku. Enron se je kot korporacija uvrstil na 18. mesto izmed 535-ih. Istočasno je bil med prvimi petimi po kvaliteti managementa in kvaliteti proizvodov oziroma storitev (Gandossy, 2004, str. 28). Zakaj je torej Enron kar naenkrat začel drveti v propad? V sklopu te točke bo Enron predstavljen z vidika podjetja samega. Predstavil bom zgodovino in nadaljnji razvoj po nastanku leta 1985. V drugem podpoglavju bom predstavil razloge, zaradi katerih se je Enron zapletel v neugoden položaj in s tem zaznamoval svoj propad.

4.1. NASTANEK IN RAZVOJ ENRONA

Kenneth Lay je 1. januarja leta 1985 preko združitve Houston Natural Gas in Internotha ustanovil korporacijo Enron. Novoustanovljena družba je tako imela v lasti 37000 milj cevovodov za prenos zemeljskega plina med proizvajalci in koristniki. Spremembe v regulaciji nad trgov zemeljskega plina, sredi osemdesetih let, so pripeljale do deregulacije cen ter trgovanja po tržni ceni (angl. spot transactions). Do leta 1990 je bilo kar 75% prodaje plina opravljenih preko teh transakcij, s čimer se je zmanjšala uporaba dolgoročnih pogodb. Povečana ponudba zemeljskega plina in večja fleksibilnost, ki sta bila posledica regulatornih sprememb, sta močno koristila prav Enronu, ki je imel takrat v lasti največje plinovodno omrežje (Healey, Palepu, 2003, str. 3-4).

Že dve leti po ustanovitvi podjetja so se pojavile prve težave, saj so revizorji odkrili nepravilnosti pri trgovanju z nafto v eni izmed Enronovih podružnic. Tamkajšnji trgovci so ponarejali transakcije, s katerimi so napihovali prodajo, na katero so bili vezani njihovi bonusi. Kljub milijardnim zneskom vodstvo ni ukrepalo, Lay je celo izjavil, da podjetje potrebuje prihodke ter vso zadevo prikril pred javnostjo. Vendar se tak pristop ni obnesel, saj so trgovci nadaljevali z napihovanjem prihodkov, zaradi katerih so konkurenti postali previdni. Zaradi strahu, da bi javnost in poslovni partnerji izvedeli za nepošteno poslovanje, je vodstvo trgovce odpustilo in jih prijavilo oblastem (Healey, Palepu, 2003, str. 3-4).

Leta 1990 je Enron zaposlil Jeffa Skillinga, ki je Enronu pomagal razviti koncept »Banke s plinom« (angl. Gas Bank Idea). Medtem ko je deregulacija trga vodila v nižje cene in višjo

ponudbo zemeljskega plina, je hkrati prišlo do visoke spremenljivosti cene zemeljskega plina. Poleg tega so standardne pogodbe dovoljevale, da so ponudniki prekinjali dobavo plina brez resnejših kazni. Skilling je predvideval, da bi z ustanovitvijo »banke s plinom« Enron pomagal kupcem in prodajalcem pri upravljanju s tveganji. Koncept banke s plinom je popolnoma enak kot pri banki kot finančni instituciji, le da bi tu transakcije potekale med kupci in prodajalci zemeljskega plina. Enron je tako začel nuditi porabnikom plin na podlagi dolgoročnih pogodb s fiksno ceno, pri čemer je ta cena predvidevala padec v tržnih cenah. Da bi Enron te pogodbe lahko izpolnil in tako preprečil nestabilnost tržnih cen, je začel uporabljati izvedene finančne instrumente kot so zamenjave (angl. swaps) in terminske pogodbe (angl. future and forward contracts) (Gillan, Martin, 2002, str. 5-7).

Enron je na začetku trgoval z energijo, v bistvu je ustvaril trg, kjer so ljudje lahko kupovali in prodajali energijo. Deloval je kot posrednik med kupci in prodajalci, kjer je sklenil pogodbo z obema strankama in zaslužil razliko med nakupno in prodajno ceno. Ker je bil pri tem trgovanju uspešen, je začel širiti svojo ponudbo in začel s širjenjem trgovanja, od energije, vode, z dostopom do interneta in druge dejavnosti, ki niso spadala v Enronovo strategijo (Chihara, 2002). Pogodbe, ki jih je ponujal strankam, so postale čedalje bolj specifične in zapletene. Seveda se je z večanjem kompleksnosti posla večala tudi potreba po čim bolj izobraženemu in tveganju naklonjenemu osebju. Podjetje je zaposlovalo predvsem osebe z opravljenim doktoratom, matematike, fizike in ekonomiste, ki so razpolagali z ustreznim znanjem za upravljanje s tveganjem (Enron: General overview, 2003).

V poznih devetdesetih letih je Skilling še bolj do potankosti razvil model trgovanja. Menil je namreč, da sredstva, kot so plinovodi, niso vir konkurenčne prednosti, ki bi Enronu omogočale zaslužiti rente. Hkrati je trdil, da so ključ do dominacije na trgu informacije; Enron naj bi obdržal »težka« sredstva, le če so uporabna za generiranje informacij. Tako je postalo jasno, da je trgovanje s plinom postala glavna dejavnost Enrona.

V splošnem je bil posel trgovanja z zemeljskim plinom veliki uspeh. Do leta 1992 je Enron postal največji trgovec z zemeljskim plinom v Severni Ameriki, posli trgovanja pa so mu v blagajno prinesli kar 122 milijonov dolarjev. Leta 1999 je Enron zasnoval EnronOnline, ki je podjetju še bolj omogočila, da trguje in upravlja s svojimi finančnimi pogodbami. Enron je bil v vsem času svojega delovanja dobičkonosen, razen v letu 1986. Največji uspeh je podjetje doživelo v obdobju med 1994- 2000, ko so prihodki rasli s 60% na letni ravni. V istem obdobju so se sredstva povečala za 38% in neto prihodki za 12%.

Žal pa je bilo večina teh rezultatov računovodsko prikrojenih. Enron je namreč leta 2001 prikrojil finančne izkaze za obdobje 1997-2000. Poslovanje je postajalo čedalje bolj tvegano, cena delnic je začela počasi drseti, zato je vodstvo začelo ustanavljati partnerstva, ki so managerjem omogočala prenos dolga iz poslovnih knjig Enrona na partnerje. Enron je bil pri vseh partnerstvih edini, ki je jamčil za plačila kakršnihkoli obveznosti, ki so pri njihovem poslovanju nastala, torej tudi za plačilo svojega dolga. Z ustanavljanjem teh podjetji je Enron skril več sto milijonov dolarjev dolgov in izgub pred javnostjo. Enron

podjetij ni konsolidiral, saj v primeru, da vsaj 3% celotnega kapitala prispeva partner izven Enrona, konsolidacija ni bila potrebna² (Enron: General overview, 2003).

Leta 2001, po neuradnem upadu delniškega tečaja za polovico, je odstopil namestnik, tedanji predsednik uprave, Kennetha Laya, tako da je slednji zopet moral prevzeti vodstvo³. Za mnoge uslužbence bi takšno dogajanje moralo veljati za alarm, da se v podjetju nekaj dogaja, vendar nihče ni posumil, kaj je problem, saj je bil Lay še vedno kultna osebnost, ki je Enronu pomagal uspeti (What went wrong with Enron, 2002).

Družba Enron je hitro napredovala, vendar njena rast ni bila tako zdrava in uspešna, kot je zatrjevalo njeno vodstvo. Prvič, ponarejali so svoje bilance, zatajili pa so tudi vsi mehanizmi korporacijskega upravljanja. V nadaljevanju bo tako bolj podrobno predstavljen dokončni propad Enrona.

4.2. VZROKI ZA PROPAD ENRONA

Vzroke za propad Enrona lahko razdelimo v 2 skupini. Prva je povezana z knjiženjem transakcij pri trgovanju po tržni vrednosti, druga skupina pa je povezana z ustvarjanjem taki imenovanih družb s posebnim namenom (angl. Special purpose entity oz. SPE), ki jih je Enron množično ustanavljal glede na namen uporabe.

Pri Enronovem prvotnem trgovanju s plinom je bilo računovodsko precej preprosto; v vsakem obdobju je podjetje beležilo stroške, ki jih je imelo z dobavo plina in prihodke od dobave plina. Vendar je Enron kasneje prevzel idejo o knjiženju transakcij po tržni vrednosti (angl. marking to market accounting). To jim je omogočilo, da so ob podpisu dolgoročne pogodbe, sedanjo vrednost bodočih denarnih tokov prikazali kot prihodke. Z uporabo takšnega knjiženja so v Enronu želeli določiti tržno vrednost pogodb, ki so bile sklenjene tudi do 20 let. Junija 2000 je Enron podpisal 20-letno pogodbo z Blockbuster Video, ki bi omogočil predvajanje filmov po želji preko interneta. Na podlagi centrov, ki jih je Enron ustanovil za ta namen, je zaslužil 110 milijonov dolarjev, čeprav so obstajala resna prašanja ali bo ta projekt sploh mogoč in kakšno bo povpraševanje. V drugem primeru je Enron sklenil 1,3 milijarde dolarjev vredno pogodbo za dobavo električne energije s podjetjem Eli Lilly. Pol milijarde dolarjev vredno sedanjo vrednost pogodbe so v Enronu takoj knjižili med prihodke (Healey, Palepu, 2003, str. 11-12).

Druga skupina vzrokov se nanaša na ustvarjanje družb s posebnim namenom. Najpomembnejši sta naslednji: Chewso Investments L.P. in LJM Caymen, L.P. (LJM 1). Namen teh družb, kot piše v nadaljevanju, je bil predvsem prenašanje dolga na svoje

² Pravilo treh odstotkov pravi, da lahko podjetja sredstva pod lizingom izvzamejo iz svojih bilanc stanja, če druga stran nosi vsaj tri odstotke tveganja spremembe vrednosti sredstev.

³ Jeffrey Skilling je mesto glavnega izvršnega direktorja v Enronu prevzel 12 februarja 2001. Že 14. avgusta istega leta pa je odstopil, kot sam pravi, zaradi osebnih razlogov.

podružnice. S tem se namreč znižuje zadolženost matične korporacije. Enron je imel pred svojim propadom 50% sredstev izven svojih bilanc.

Leta 1993 je Enron s kalifornijskim pokojninskim skladom za uslužbence javnih podjetij (California Public Employee's Retirement System oziroma CalPERS) sklenil družabniško podjetje z imenom Joint Energy Development Investment L.P. (v nadaljevanju JEDI), ki naj bi investiralo v projekte namenjene varčevanju z energijo. Obe strani sta vložili 250 milijonov dolarjev in tako postali enakopravna družabnika. Novembra leta 1997 je Enron začel iskati novega partnerja, ki bi prevzel delež CalPERS-a. Enron je lahko izpustil prikaz sredstev in obveznosti JEDI-ja iz svoje bilance stanja, ker je neodvisna stran (CalPERS) imela v lasti in pod nadzorom polovico lastniškega kapitala. V ta namen je Enron ustanovil podružnico Chewco Investments L.P., ki je postala 50% lastnik JEDI-ja, katerega Enronu še vedno ne bi bilo treba konsolidirati. Da bi bila nekonsolidacija možna, je bilo potrebno najti zunanjega investitorja tudi za Chewco, ki bi omogočal »izpolnjevanja pravila« o treh odstotkih. 3% Chewcovega kapitala je imela v lasti banka Barclays ter nekaj družabniških podjetij povezanih z Michaelom Kopperjem, zaposlenim pri Enronu, ki je hkrati vodil Chewco (Gillan, Martin, 2002, str. 12-13).

Marca leta 1988 je Enron investiral 10 milijonov dolarjev v delnice Rhythms NetConnections, čigar prva javna ponudba je označila začetek borznega balona. Aprila leta 1999 je Enron na račun te investicije ustvaril 300 milijonov dolarjev, vendar delnic do konca leta 1999 ni smel prodati, saj to niso dopuščali predpisi. Enron je to vsoto hotel zavarovati pred nihanjem cene delnic, ki bi lahko povzročila izgubo. To bi lahko storil s pomočjo prodajne opcije, vendar so bile delnice Rhythms NetConnections preveč tvegane in se nihče ni želel izpostavljati. Zato so za ta namen 28. junija ustanovili LJM Caymen, L.P. (v nadaljevanju LJM). Glavni namen ustanovitve LJM-a je bila izvedba transakcij, ki bi omogočila prodajo delnic Rhythms NetConnections. Enron in LJM sta sklenila pogodbo o prodaji oz. nakupu večjega števila Enronovih delnic. Pogodba je določala, da bo LJM kupil delnice v višini 60% tržne cene in jih odplačeval štiri leta (pogoj za znižano ceno je bil, da LJM v tem obdobju ne proda delnic). Enron je dobiček od prodaje delnic knjižil takoj, ko je pogodba stopila v veljavo. LJM in Enron sta sklenila tudi pogodbo, ki je Enronu omogočala prodajo delnic Rhythms NetConnectiona. LJM je Enronu prodal prodajno opcijo, ki mu je omogočila, da v obdobju petih let proda 5,4 milijona Rhythmsovih delnic, če bi njihova cena padla pod 56 USD. Posel z delnicami Rhythms NetConnectiona je bil zgolj eden od ducatov transakcij, ki jih je Enron izvajal z LJM-jem (Čoh, 2002, str. 21).

Kasneje je Enron ustanovil še eno podružnico imenovano LJM2, ki jo je prav tako vodil Fastow. LJM2 je bil po vrednosti ustanovitvenega kapitala dvajsetkrat večji od LJM. Načrt je bilo zbrati najmanj 200 milijonov dolarjev za ustanovitev partnerskega podjetja, ki bo kupovalo sredstva, ki jih Enron želi monetizirati. Transakcije med Enronom in LJM2, ki so imele največji vpliv na finančne izkaze, so bile znane pod imenom Raptor. Slednji so v bistvu nadaljevali posle po modelu LJM. Fastow je ustanovil štiri podružnice imenovane

Raptor I, II, III in IV. Raptorji so v skladu treh odstotkov imeli za zunanjega investitorja LJM2. Enron je Raptorje uporabljal za napihovanje vrednosti sredstev in dobičkov. To je počel na sledeč način: dobiček je napihoval tako, da je po izredno visoki ceni Raptorjem prodal manjši delež določenih sredstev. Večji delež teh sredstev, ki je ostal v Enronovi bilanci, je ovrednotil po ceni, po kateri jih je prodal Raptorjem. Eno od tovrstnih transakcij je izvedel z LJM1, kateremu je po izredno visoki ceni prodal pravico do prenosa podatkov po telekomunikacijskih omrežjih. Z LJM2 je sklenil izvedeno pogodbo, s katero se je zavezal, da mu bo v primeru padca omenjenih pravic za prenos nadomestil izgubo tako, da mu bo dal lastne delnice. Podatke o tej transakciji je Enron objavil v opombi v letnem poročilu, vendar ob tem ni razkril bistvenih značilnosti- dejstva, da je bil njegov pogodbeni partner LJM2 in da je bila cena transakcije v nasprotju z ekonomskimi zakonitostmi (Čoh, 2002, str. 22). Enron je s takšnimi Raptorji v letih 2000 in 2001 zaslužil 1,1 milijardo dolarjev (Gillan, Martin, 2002, str. 16-17).

Vzrok za propad Enrona pa je tudi slabo korporacijsko upravljanje. Teorija pravi, da sta sočasna neodvisnost članov nadzornega sveta in ustrezna lastniška struktura ključ do učinkovitega korporacijskega upravljanja. Kako je bilo v primeru Enron? Na papirju je bil sicer Enronov odbor direktorjev neodvisen, vendar v praksi ni bilo tako. V letu 2001 je bil odbor direktorjev sestavljen iz 16 članov (12 članov je bilo zunanjih direktorjev, ki z Enronom niso imeli nobene povezave). Sestava odbora je bila sledeča (Windolf, 2002, str. 177):

- dva doktorja medicine, ki sta delovala na področju proučevanja raka pri M.D: Anderson Cancer Center v Houstonu (C.LeMaistre, J.Mendelsohn),
- dva glavna izvršna direktorja, ki sta bila povezana z Enronom (J.Foy, K. Harrison)
- profesor računovodstva na univerzi v Stanfordu (R.Jaedicke) in dekan Anderson School of Business (B.Willison),
- trije izvršni direktorji izven ZDA: R. Chan (Hong Kong), P. Pereira (Rio de Janeiro), J. Wakeham (London),
- izvršni direktor ameriškega olimpijskega komiteja (N.Blake),
- dva direktorja zaposlena v energetske industriji v ZDA, ki nista povezana z Enronom (R. Belfer in J. Duncan) ,
- trije člani iz različnih gospodarskih sfer: W.Gramm, predsednik Tektronix-a J. Meyer in predsednik Alliance Capital Managem F. Savage,
- dva izvršna direktorja iz Enrona: K. Lay, ki je tudi predsednik odbora in J. Skilling, tedanji glavni izvršni direktor.

Takšna sestava naj bi Enronu teoretično zagotavljala 86% neodvisnosti, kar je nad ameriškim povprečjem 59 odstotkov. Toda večina članov odbora je bilo na osnovi donacij podrejena Enronu oziroma najprej njegovi upravi. Enron je M.D: Anderson Cancer Center v Houstonu doniral milijon dolarjev. Podobne donacije je dobivala tudi univerza v Stanfordu, kar je verjetno omehčalo profesorja računovodstva R. Jaedicka in se zaradi mnenja, da doktorji nimajo osnovnih znanj o računovodskih prevarah, ni podrobneje spuščal v poslovanje Enrona. Trije izvršni direktorji izven ZDA so vodili svoje korporacije

in preprosto niso imeli niti časa niti volje, da bi se podrobno ubadali z Enronom. Kako naj drugače pojasnimo naslednjih pet znakov, ki bi morali povzročiti dvom v glavah članov odbora direktorjev?

Prvič, management je od odbora zahteval, da zatisne oči pred sumljivimi posli kot sta prenašanje dolgov na družbe posebnega namena in zunajbilančne transakcije Enrona.

Drugič, vodilni Enrona so začeli množično prodajati svoje delnice-prodaja delnic s strani managementa, kar je potencialno lahko znak slabega poslovanja podjetja.

Ostali trije znaki pa se nanašajo na revizorja podjetja Arthurja Andersena. Njegova naloga je bila revizija Enronovih finančnih izkazov in ocenitev notranjih kontrol, ki jih je management vzpostavil, da bi nadzoroval trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti. Ob reviziji leta 2001 je bilo vsekakor krivdno delovanje vodstva Enrona opazno, a so se vodilni Andersenovi močje odločili, da ne bodo ukrepali, ker je Enron prevelika stranka za podjetje, da bi lahko tvegali, da jo izgubijo. Andersen je potrdil številke v Enronovem letnem poročilu za leto 2000 in ocenil notranje kontrole v letih 1998-2000 kot ustrezne, kljub temu da so v letu 2000 Enronova sredstva in obveznosti povezane z izvedenimi finančnimi instrumenti petkratno povečali. Ob takšnih podatkih bi Andersen moral temeljiteje pregledati notranje kontrole, saj je bilo jasno, da podjetje postaja tvegano ter da bi stvari relativno hitro lahko ušle iz nadzora. Andersen nosi velik delež krivde, ker bi kot revizijska hiša moral biti bolj temeljit in opozoriti investitorje na tveganje. Poleg tega pa je bil tudi notranji revizor Enrona. Glavna kritika je, da združevanje funkcije notranjega in zunanjega revizorja ogrozi učinkovitost obeh. V letu 2000 je Enron na račun Andersena nakazal 53 milijonov dolarjev, in sicer 25 milijonov za delo povezano z revizijo ter 13 milijonov za ostala svetovanja (Gandossy, 2004 str.119-121).

Pri Enronu je bila zaskrbljujoča, kot sem že omenil, tudi sama sestava odbora, saj noben član v odboru direktorjev ni bil iz seznama 500 najboljših podjetij, hkrati pa v njihovih vrstah ni bilo predstavnika katere izmed velikih bank. Vse to nakazuje, da je Enronova uprava v odbor očitno večinoma imenovala ljudi, od katerih je pričakovala najmanj odpora. Dejstvo pa je tudi, da je Enron zelo bogato nagrajeval direktorje. Večina direktorjev je kot obliko plačila dobila tudi opcije. Med leti 1995 in 1998 so direktorjem v obliki opcij odobrili 1600 do 2000 delnic, kasneje pa je ta številka zrastle na 8000. Tako je v letu 2000 vsak član odbora dobil najmanj 270 tisoč dolarjev plačila.

4.3. PROPAD ENRONA

Med letom 2000 je večina visoko letečih delnic izgubila skoraj vso svojo vrednost. Enronova je vzdržala, avgusta dosegla vrednost 90,56 dolarja in ob koncu leta znašala 80 dolarjev. Nato je nastopila kalifornijska energetska kriza in do poletja 2001 se je cena Enronove delnice prepolovila. Kalifornijski uradniki so namreč obtoževali Enron, da zvišuje cene, manipulira z njimi in tako naprej. Obenem so kalifornijske oblasti prevzele nekaj pogodb za dobavo elektrike, z njo se je manj trgovalo, vse to pa bi pomenilo manj

dobička za Enron. Vendar pa investitorji niso vedeli, da je Enron v tem letu ustvarjal rekordne dobičke s trgovanjem z izvedenimi finančnimi instrumenti, kljub krizi v Kaliforniji.

Kriza Enrona se je začela novembra leta 2001. 8. novembra 2001 je Enron priznal je, da so bili izkazani dobički v preteklih štirih letih previsoki za 600 milijonov USD, k njihovem »napihovanju« pa so pripomogle transakcije z JEDI-jem, Chewcom in LJM-ema. To dejanje je pustilo neko znamenje Enronu. Namreč za obdobje 1997 do 2000 so se prihodki znižali za 43%, 15%, 17% in 9%, medtem ko so se obveznosti povečale za 11,4%, 7,6%, 8,4% in 6,1% (Gillan, Martin, 2002, str. 13). Ne glede na popravek je bilo podjetje še vedno dovolj dobičkonosno, da bi lahko preživel. Vendar je ob tem postalo jasno, da si Enron ne zasluži bonitete na ravni nizko tveganih dolžniških instrumentov ter da jo je potrebno znižati. Bonitetne agencije, ki so se doslej le medlo odzivale, so bile pod pritiskom, da se odzovejo, ali pa tvegajo večno izgubo ugleda.

Prvi je začel načrtovati znižanje ratinga Moody's. Njegovi načrti so nekoliko zastali, ko ga je 9. novembra Dynegy, energetska podjetje in eden od Enronovih tekmecev, obvestil, da bo prevzel Enron, če bo ohranil Enronovo boniteto na ravni nizko tveganih dolžniških instrumentov. Moody's je zato znižal Enronovo boniteto do najnižje ravni nizko tveganih dolžniških instrumentov. Deset dni kasneje, 19. novembra, je Enron objavil popravke dobička za tretje četrtletje 2001, in si priboril nekaj tedenski odlog plačila 690 milijonov USD dolga. Cena delnice je padla na 3 dolarje.

28. novembra 2001 so bonitetne agencije znižale boniteto Enronovega dolga na raven bonitete tveganih dolžniških instrumentov, nekaj minut za tem pa je cena Enronove delnice padla na 1 dolar. Tedaj Enron ni mogel več pridobivati sredstev na kapitalskih trgih, zato je moral ustaviti trgovalne dejavnosti. Ko so Dynegyevi vodilni managerji izvedeli za znižanje bonitete, so takoj odpovedali združitev, ki bi pomenila zadnjo rešilno bilko za Enron. Enron je ostal brez partnerja, brez virov za pridobivanje denarja ter brez sredstev za kar koli drugega kot pokrivanje osnovnih stroškov (Enron na robu stečaja, 2002).

Podjetje je imelo konec leta 2001 600 milijonov dolarjev izgub, zato je začela padati vrednost njegovih delnic. Predsednik uprave Kenneth L. Lay je še septembra istega leta spodbujal zaposlene, ki niso imeli dostopa do notranjih informacij, naj kupujejo delnice, saj so načrtovani poslovni rezultati naslednjega četrtletja odlični, tako da se bo cena delnic še dvignila. Sam je v tem času unovčil za 100 milijonov dolarjev Enronovih delnic. Šele po izbruhu škandala v javnosti, ko je že tako nizka cena delnice padla iz 90 ameriških dolarjev na 70 centov, je vodstvo podjetja sporočilo, da je bila vrednost podjetja previsoko ocenjena za 1,2 milijarde ameriških dolarjev, saj so pretiravali z dobički in navajali neresnične podatke o dolgovih (Družini Bush se obeta

senatna lupa, 2003).

Ameriški energetski velikan je zato 2. decembra 2001. na sodišču v New Yorku objavil stečaj, s čimer je zahteval zaščito zase in 14 hčerinskih podjetij. Do tistega trenutka je bil to največji stečaj v zgodovini ZDA.

5. PRIMER WORLDCOM

Stečaj WorldComa predstavlja največji bankrot, ki je v letu 2002 pretresel Združene države Amerike. Podjetje je imelo podružnice po celem svetu in skupaj zaposlovalo več kot 68.000 ljudi. Od leta 1999 do 2002 je uporabljalo računovodske prijeme, s katerimi je prikazalo nižje stroške in zato višje dobičke. Worldcomova lažna poročila o prometu in računovodske prevare, so povzročile preveliko investiranja v storitve meddržavne telefonije in interneta, kar je kasneje povzročilo, da se je celotna stvar preveč napihnila in posledično v krizo potisnila celotno panogo telekomunikacij ter povzročila velike izgube delničarjem. V prvem podpoglavju bo predstavljen začetek in vzpon Worldcoma, v nadaljevanju pa Worldcomove prevare in posledično tudi propad tega telekomunikacijskega giganta.

Tabela 1: Največji stečaji v telekomunikacijski industriji v ZDA

PODJETJE	DATUM STEČAJA	OBVEZNOSTI STEČAJU	OB
Worldcom, Inc.	21.7.2002	45,9 milijarde dolarjev	
Adelphia Communications Corp.	25.6.2002	17,3 milijarde dolarjev	
Global Crossing Ltd.	28.1.2002	16,6 milijarde dolarjev	
NTL, Inc.	8.5.2002	14,1 milijarde dolarjev	
Williams Communications Group, Inc.	22.4.2002	7,1 milijarde dolarjev	
XO Communications Group, Inc.	17.6.2002	5,8 milijarde dolarjev	

Vir: Harmantzis, 2004, str. 5

5.1. NASTANEK IN RAZVOJ WORLDCOMA

Prvi začetki podjetja segajo v leto 1983, ko je na trgu telekomunikaciji prišlo do velikih sprememb, saj se je monopolni trg preoblikoval v izrazito konkurenčni trg. Država je od takratnega monopolista AT & T zahtevala odprodajo nekaterih zmogljivosti, kar je odprlo trg konkurenci. WorldCom je bila takrat majhna firma, ki se je imenovala LDDS (Long Distance Discount Services) in se je ukvarjala s preprodajo telekomunikacijskih zmogljivosti. Na takratnem trgu sta se oblikovali dve skupini ponudnikov. Prvi so gradili telekomunikacijsko mrežo, vendar sami niso mogli generirati dovolj prihodkov, zato so svoje zmogljivosti odprodajali naprej drugim ponudnikom, ki so oskrbovali svoje stranke.

Konkurenca na trgu je bila zelo močna, zato so podjetja začela s povezovanji in predvsem prevzemi, kar je pripeljalo do obstoja manjšega števila zelo močnih firm. Da je WorldCom v tem konkurenčnem boju lahko preživel, je neprestano širil svojo ponudbo, pridobival nove stranke in nove zmogljivosti. Eden med načini rasti je seveda prevzem konkurenta, in s tem njegovega trga in strank, kar je bila tudi strategija WorldCom-a. Seveda je hkrati investiral v nove tehnologije, s katerimi je lahko odjemalcem ponudil nove in boljše storitve. V 15-ih letih je WorldCom izvedel več kot šestdeset prevzemov in združitvev, med katerimi so bili nekateri med največjimi v takratni telekomunikacijski industriji. Namen prevzemov je bilo večja geografska pokritost Worldcomovih storitev, pojav novih storitev ter prisotnost na novih trgih. Glede na število novih podjetij znotraj skupine je zelo vprašljivo, kakšno je bilo načrtovanje prevzemov in predvsem, kako so se nove enote vključile v obstoječe podjetje. Teorija namreč pravi, da je kar 60% združitvev neuspešnih, ker je premalo poudarka na pozdružitvenih aktivnostih. Potrebno se je namreč zavedati, da se z novim podjetjem v skupini spremeni kultura, način dela in kompleksnost vodenja, kar potrebuje svoj čas, ki ga je bilo pri WorldComu zelo malo. Tudi donosnost nekaterih prevzetih enot se je kasneje izkazala za manjšo od pričakovane. Glede na to, da WorldCom ni razpolagal z zadostno količino prostih denarnih sredstev, je večino nakupov podjetji opravil z zamenjavo delnic. Zanj je bila pomembna čim višja vrednost njegovih delnic, ki je omogočala ugodnejša menjalna razmerja, vendar je hkrati predstavljala visok pritisk na doseganje odličnih rezultatov in s tem na rast cene delnic. Neprestana rast podjetja je zmedla tudi investitorje, ki so težko ocenili dejansko moč in uspešnost podjetja, saj je neprestano povečeval obseg poslov. Primerjava s preteklim obdobjem je bila težko izvedljiva, ker bi bilo potrebno veliko prilagoditev finančnih izkazov, zato je bilo tudi merjenje dejanske uspešnosti zelo težko (Thornburgh, 2002, str. 5).

Podjetje je prešlo pet faz rasti (Thornburgh, 2002, str. 12-19):

1. LDDS je bil na začetku ponudnik storitev meddržavne telefonije za podjetja in prebivalce Missisippija. Letni prihodki so znašali okrog milijon dolarjev. Leta 1985 je Bernard Ebbers postal izvršilni direktor (CEO), ki je bil tudi solastnik in direktor podjetja Master Corporation, vendar brez izkušenj v telekomunikacijah. Z njegovim prihodom je podjetje začelo s hitrimi prevzemi in združitvami. Tako je leta 1989 prevzelo podjetje Advantage Companies, Inc, in sicer prek zamenjave delnic. Takratni predsednik odbora Advantage Companies Stiles, A. Kellett Jr., je postal član odbora direktorjev LDDS po prevzemu in ostal na tem mestu vse do propada Worldcoma leta 2002. Leta 1989 je podjetje postalo javna delniška družba, s skupnimi prihodki v višini 116 milijonov dolarjev.
2. Hiter napredek je podjetje LDDS zabeležilo v devetdesetih letih (obdobje 1990-1995). V letu 1992 je bil LDDS eden največjih ponudnikov meddržavnih telekomunikacijskih povezav v ZDA, in sicer je ponujal svoje storitve v 27 zveznih državah ZDA. Decembra leta 1992 so prevzeli podjetje Advanced Telecommunications Corp. (ATC), ki je svoje storitve nudilo v 25 zveznih državah. Tudi ta prevzem je izvedel prek zamenjave delnic. 1 delnico ATC-ja so zamenjali za 0,83 delnice LDDS, kar je

pomenilo celotno vrednost posla okrog 850 milijonov dolarjev. Scott Sullivan, ki je bil podpredsednik ATC-ja, je postal glavni finančni direktor po prevzemu.

3. V letu 1996 je podjetje povečalo svojo ponudbo na lokalnih trgih in pridobilo zmogljivosti za oblikovanje internetnih storitev predvsem s prevzemi podjetji, ki so se ukvarjala s temi posli. Tako so leta 1996 prevzeli podjetje MFS Communications Company, Inc., ki je imelo svoja omrežja v bližini velikih mest v ZDA in mnogih evropskih mestih. Kot običajno se je transakcija izvedla prek zamenjave delnic (1 delnica MFS za 2,1 delnico Worldcoma), kar je pomenilo posel v višini 12 milijard dolarjev. V tem letu je podjetje realiziralo za 4,8 milijarde dolarjev prihodkov in enako višino dolgov.
4. V letih 1997 in 1998 je podjetje izvedlo tri velike prevzeme, med drugim so združili moči z MCI Communications Corporation, skupna vrednost združitve je bila kar 40 milijard dolarjev, kar je bila največja združitev v zgodovini ZDA. Združitev so izvedli z zamenjavo delnic, 1,2439 delnice WorldComa za delnico MCI. Z združitvijo je nastalo podjetje MCI WorldCom Inc. Kot del združitve z MCI je Worldcom prevzel še Embratel Participacoes S.A., ki je v Braziliji lociran ponudnik mednarodnih telekomunikacijskih povezav. Enako se je zgodilo s podjetjem Avantel S.A., ki je locirano v Mehiki ter prav tako nudi mednarodne telekomunikacijske povezave. Januarja 1998 je Worldcom prek prevzema Brooks Fiber Properties Inc. še bolj povečal participacijo na lokalnih trgih. Decembra 1998 je objavil 17,6 milijarde dolarjev prihodkov in 21,2 milijardi dolarjev dolgov.
5. V obdobju 1999-2000 je WorldCom prevzel podjetja, ki so se ukvarjala z brezžičnimi telekomunikacijami in internetnimi storitvami. Nameraval se je združiti s takratnim največjim konkurentom, Sprint Communications, vendar so oblasti združitve preprečile. Zato je Worldcom kmalu po propadu poskusa združitve, septembra 2000, prevzel podjetje Intermedia Communications za okroglih 6 milijard dolarjev. Do konca leta 2000 je Worldcom zrasel v telekomunikacijskega giganta z 39 milijard dolarjev prihodkov in 24,9 milijard dolarjev dolgov.

Iz naštetih podatkov je razvidno, da je podjetje raslo zelo hitro, od milijona dolarjev prihodkov na 39 milijard dolarjev v 17-ih letih, vendar so rasli tudi dolgovi. Hkrati z rastjo je rasla tudi cena delnic, in sicer je bila januarja 1995 delnica vredna 20 dolarjev, sredi leta 1999 pa preko 90 dolarjev. V obdobju od 1990-1999 je podjetje izvedlo tudi šest delitev delnic, dve v razmerju 2 za 1, ostale pa 3 za 2 delnici. Vendar se je trend rasti ustavil, cena delnic je od junija 1999 do junija 2000 od skoraj 97 dolarjev padla na 46 dolarjev, oktobra 2000 je bila vredna samo 18 dolarjev. Na koncu naj omenim še poskus razdelitve delnic v dve skupini leta 2001, in sicer na WorldCom Group (predvsem usmerjeno na področja rasti, investiranja) in MCI Group (področje, ki je ustvarjalo dobiček, denarni tok, izplačevalo dividende). S takšno delitvijo so investitorjem ponudili možnost vlaganja v različni dejavnosti podjetja in poskusili dvigniti ceno delnic. Padanja cene delnic tudi s tem poskusom niso ustavili (Thornburgh, 2002, str. 21).

5.2. VZROKI ZA PROPAD WORLDCOMA

V obdobju svojega hitrega razvoja, se je Worldcom osredotočil na grajenje prihodkov in prevzemanje kapacitet, ki bodo zadostne, za doseganje pričakovane rasti. Po besedah glavnega izvršnega direktorja, Bernarda Ebbersa, njihov cilj ni bil, da bi postali globalni oziroma imeli največji tržni delež, ampak imeti najboljšo delnico na Wall Streetu. Ko se je po letu 2000 (po poku internetnega balona) tudi panoga telekomunikacij znašla v krizi, se je Worldcom moral odzvati. Njihov cilj je bil obdržati razmerje med stroški linij in prihodki na 42% (tipično se je to razmere gibalo okoli 50 %). Ker so se razmere v panogi slabšale, je Worldcom uporabil naslednja dva prijema: zniževanje prijavljenih stroškov linij in povečevanje prijavljenih prihodkov (Kaplan, Kiron, 2004 str. 4).

Stroški linije so stroški prenosa glasovnega klica ali stroški prenosa podatkov od začetne točke pa do končne točke. Te stroški so bili Worldcomovi največji izdatki; med leti 1999 in 2001 so predstavljali kar polovico celotnih izdatkov podjetja. Posledica tega je bila, da so management, kot tudi zunanji analitiki namenili posebno pozornost tem stroškom.

Med leti 1999 in 2000 je Worldcom zmanjšal prijavljene stroške linij za okoli 3,3 milijarde dolarjev. To so dosegli z sprostitev presežkov. Bistvo za tem je sledeče. Worldcom je ocenjeval stroške linije za vsak mesec posebej. Čeprav so bili računi za te stroške poravnani šele nekaj mesecev po nastanku, je računovodska praksa od njih zahtevala, da izenačijo te izdatke s prihodki v izkazu uspeha. Ker stroški še niso bili plačani, so se na strani obveznosti povečale postavke za ocenjeno vsoto, ki jo je bil Worldcom dolžan poravnati lastniku linije. Ko je Worldcom plačal svoje stroške, so se postavke na strani obveznosti zmanjšale. Če je bil račun nižji od pričakovanega, je Worldcom te presežke lahko sprostil v izkaz uspeha kot znižanje izdatkov. Ta taktika je smiselna, ko so dejanski računi za plačilo nižji od pričakovanih. S tem je Worldcom znižal izdatke in povečal prihodke pred obdavčitvijo (Beresford et al. 2003, str. 9-10).

Ko je Worldcom leta 2000 izčrpal ta vir, se je lotil zniževanja stroškov linije prek kapitalizacije stroškov, s čimer je kršil računovodsko prakso in hkrati znižal prijavljene stroške za 3,8 milijarde dolarjev. Idejni vodja te afere je bil glavni finančni direktor, Scott Sullivan. Skupaj s sodelavci je najprej identificiral stroške odvečnih omrežnih kapacitet. Trdil je, da bi te stroške lahko prikazali kot kapitalske naložbe in ne samo kot operativne stroške. Ta primer zelo enostavno prikažemo na primeru slaščičarne. Stroške iz rednega poslovanja na primer sladkor, smetano, čokolado skrijemo in jih prištejemo k ceni hladilnika. Na papirju tako redno poslovanje izgleda zelo donosno, visoke dolgove pa se opraviči z visokimi investicijami. Posledično investitorji verjamejo v uspešno poslovanje in so pripravljeni kupiti delnice po napihnjenih cenah (Krugman, 2002). S kapitalizacijo izdatkov je Worldcom preusmeril stroške linij iz izkaza uspeha v bilanco stanja in tako povečal svoje prihodke pred obdavčitvijo ter dobiček na delnico. Če Worldcom tega ne bi

počel, bi zabeležil izgubo v treh od petih četrtletij, v katerih se je ta nepravilna kapitalizacija odvijala⁴ (Beresford et al. 2003, str. 11).

Worldcom je sčasoma razkril, da je njihov finančni oddelek med letom 2001 in 2002 nezakonito prenesel za 3,8 milijarde dolarjev stroškov linij na račun sredstev. Kasneje je Worldcom priznal še druge nepravilnosti v povezavi z znižanjem stroškov linij, kar je pomenilo, da je nezakonito zmanjšal stroške za okoli 7 milijard dolarjev v obdobju med 1999 in 2002.

Vzroki, ki so pripeljali do propada Worldcoma, niso samo računovodske prevare, ampak so še veliko bolj specifični. Harmantzis (2004, str. 7-8) navaja naslednje vzroke:

- Velika želja po prevzemih: Bernard Ebbers, nekdanji srednješolski učitelj košarke, je Worldcom iz majhnega podjetja spremenil v globalno ikono. Pod njegovim vodstvom je Worldcom opravil več kot 70 prevzemov v dveh desetletjih. Ko je bil leta 1996 sprejet akt o telekomunikacijah, so se mu odprli novi trgi, saj je akt omogočal konkuriranje tudi na teritoriju drugih telekomunikacijskih družb. Med odmevnejšimi prevzemi je bil prevzem MFS Communications in združitev z MCI, ki je bilo drugo največje telekomunikacijsko podjetje takoj za AT&T. Po vseh prevzemih so se ljudje začeli spraševati ali je strategija prevzemov zgolj maska sumljivih računovodskih praks- namreč Worldcom je vsako leto po prevzemu odpisal del obveznosti.
- Ogromen dolg: Odbor direktorjev Worldcoma ni bil pretirano pozoren na to, kako je podjetje vodeno. Na poti svojega obstoja si je Worldcom nabral veliko dolgov, ki so slabili denarne tokove, saj je Worldcom moral te dolgove servisirati. Na eni strani so imeli močno razvrednotena sredstva, na drugi strani pa 30 milijard dolga, ki se je nevarno dvigal.
- Lobiranje v Washingtonu: Ebbers je zelo velikodušno doniral politikom v Washingtonu, da so sprejemali zakone, ki bi omogočali nadaljevanje prevzemov. Nekatere donacije so presegale meje zakonitosti. Oktobra 1999 je Worldcom izrazil namero, da bo prevzel družbo Sprint za 129 milijard dolarjev. Kljub močnemu lobiranju Ebbersu ni uspelo premagati regulatorjev. Junija 2000 sta namreč Ministrstvo za pravosodje in Evropska unija blokirala namero Worldcoma, s čimer se je 15-letno obdobje prevzemanja končalo. Ta prepoved je zadala Worldcomu usodni udarec. Namreč po tem dogodku je cena Worldcomove delnice začela padati in si ni več opomogla.

⁴ V drugem četrtletju 2001 je Worldcom prijavil za 159 milijonov prihodkov. Če ne bi nepravilno kapitaliziral za 560 milijonov dolarjev operativnih stroškov linij za to obdobje, bi imel za 401 milijon dolarjev izgube pred obdavčitvijo. V četrtem četrtletju 2001 je Worldcom prijavil za 401 milijon dolarjev prihodkov, medtem ko bi moral imeti izgubo v višini 440 milijonov dolarjev. Podobno je imel v prvem četrtletju 2002 za 240 milijonov dolarjev prihodkov, ko bi moral imeti brez kapitalizacije za 578 milijonov dolarjev izgube.

- Posojila glavnemu izvršnemu direktorju: V letu 2000 in skozi leto 2001 je odbor direktorjev Ebbersu dal več posojil, da bi mu preprečili prodajo, s katero bi poravnal svoje finančne obveznosti. Na koncu je Bernard Ebbers ostal dolžan Worldcomu okoli 400 milijonov dolarjev. 30. aprila 2002 je zaradi slabih rezultatov zapustil podjetje, kjer ga je na mestu glavnega izvršnega direktorja zamenjal John Sidgmore.

Worldcomov propad pa ni odražal samo finančne prevare, ampak tudi velik propad korporacijskega upravljanja. Odbor direktorjev, ki za prevare naj ne bi vedel, je igral premajhno vlogo v življenju in kulturi Worldcoma.

Med letom 1999 in 2002 so zunanji direktorji predstavljali 50% Worldcomovega odbora direktorjev. Odbor, katerega člani so bili v glavnem direktorji in lastniki prevzetih podjetij, je vključeval strokovnjake iz področja prava, financ in telekomunikacijske industrije. Zunanji direktorji so imeli zelo malo stikov s podjetjem, le da so se udeleževali sestankov odbora direktorjev⁵. Bert Roberts Jr., bivši glavni izvršni direktor MCI-ja, je bil predsednik odbora od leta 1998 do 2002. Vendar samo na papirju. Oseba, ki je določala vse poteze, je bil glavni izvršni direktor Worldcoma, Bernard Ebbers. Člani odbora so prepustili vse vodenje Ebbersu, zato so se večkrat počutili manj vredne. Ebbers je nadzoroval delo odbora, njegove razprave in odločitve. Skratka ustvaril je takšno okolje, kjer je bil pritisk za doseg željenih rezultatov velik, oddelki ki so služili kot mehanizmi nadzora, so bili šibki in okolje, v katerem je bila zadnja beseda v rokah managementa.

Zunanji direktorji tudi niso imeli nobene povezave z Worldcomovim delavnim in finančnim osebjem, razen tega kar so slišali na predstavitvah odbora direktorjev. V tem smislu so zunanji direktorji izgubili stik s kulturo podjetja in aktualnimi problemi, razen tistih, ki jih je izpostavil management.

Zunanji direktorji tudi niso bili vidni zaposlenim, hkrati pa v podjetju niso obstajali mehanizmi, ki bi opogumili zaposlene, da probleme naslovijo na direktorje. Skratka odbor je bil v takšni meri odrezan od delovanja Worldcoma, da je z njim izgubil stik in s tem, kaj se s podjetjem resnično dogaja.

Bernard Ebbers je bil zelo avtokratičen pri ravnanju z odborom direktorjev, slednji pa mu je to tudi dopuščal. Z redkimi izjemami so člani odbora Ebbersu nasprotovali, četudi se v vseh stvareh niso strinjali z njim. Tako kot mnogi opazovalci so bili tudi člani odbora navdušeni nad rastjo podjetja in ugledom Ebbersa. Kljub temu da so bili člani odbora dovolj izkušeni, pa so bili hkrati preveč popustljivi pri izvajanju nadzora. Ta popustljivost se kaže na treh primerih (Beresford et al. 2003, str. 32-33).

⁵ Odbor direktorjev se je sestel štiri do šestkrat letno. Prvič so se zunanji direktorji med seboj sestali šele aprila 2002, ko so s položaja razrešili Bernarda Ebbers-a.

Prvič, odbor direktorjev je na željo Bernarda Ebbers-a dovolil več milijardne prevzeme in združitve brez večjih razprav. Eden takšnih poslov je nakup SkyTel-a za 2 milijardi dolarjev. Odbor je ta nakup potrdil po samo 15 minutah predstavitve, ki jo je pripravil glavni finančni direktor, Scott Sullivan. Bivši direktorji niso videli težave v takšnem ravnanju, saj je šlo za »samo« 2 milijardi dolarjev.

Drugič, komisija za prejemke in odbor direktorjev sta Ebbers-u septembra leta 2000 dala za 400 milijonov dolarjev posojil, da je slednji lahko brez prodajanja Worldcomovih delnic poravnal osebne finančne obveznosti. To pa ni bilo prvič, da se je Ebbers zadolžil in si nato sposodil od podjetja; enako je storil že leta 1994. Vendar v nobenem od teh dveh primerov člani odbora niso ukrepali proti njemu, ko je hotel prodati delnice.

Tretjič, odbor direktorjev ni Ebbersa omejeval pri številnih dejavnostih, ki jih je imel zunaj Worldcoma in ki so močno najedali njegov čas in energijo. Te dejavnosti so vključevale tovarno riža v Luisiani, luksuzno podjetje za grajenje jaht, več rančev, marino, hokejski klub, več zgradb v Chicagu in še mnogo drugega. Dejstvo je, da ustrezno voden odbor direktorjev glavnemu izvršnemu direktorju kaj takega ne bi dovoljeval brez ustrezne ocene, kako bi te dejavnosti vplivale na njegove delovanje v matičnem podjetju. Vendar v Worldcomu ni bilo tako.

Na koncu vidimo, da je Worldcom propadel tudi zaradi slabega korporacijskega upravljanja. Odbor direktorjev je imel, kot sem že večkrat omenil, žal premajhno vlogo v podjetju. Odbor (komisija) za revizijo, se ni dovolj vključil, da bi razumel finančno stanje podjetja, in s tem odkril finančne prevare. Zaradi majhne vloge odbora člani komisije tudi niso imeli moči, da bi kritično ocenjevali Worldcomove računovodske prakse. Kritika gre tudi komiteju za prejemke, ki je bil pod močnim vplivom managementa in je direktorje nagrajeval brez kakšne podlage. Hkrati je odgovoren za dana posojila Bernardu Ebbersu, ki so bila brez kakršnih koli osnov in neetična do interesa delničarjev.

5.3. PROPAD WORLDCOMA

WorldCom je v 80. in 90. letih s prevzemi mnogih družb postal drugi največji ponudnik medkrajevnih telefonskih pogovorov v ZDA. Prek Worldcoma se je odvijala več kot polovica svetovnega internetnega prometa, zaposloval je 85 tisoč ljudi, na višku pa je njegova tržna kapitalizacija znašala prek 100 milijard dolarjev. V devetdesetih letih je bila delnica Worldcoma vredna 64 dolarjev, aprila 2002 pa le še 35 centov⁶. Ko je 30. aprila 2002 odbor direktorjev razrešil Bernarda Ebbersa, je uprava pod vodstvom novega generalnega direktorja Johna Sidgmora poskušala ponovno vzpostaviti ugled vodstva v javnosti. Odslovili so Scotta Sullivana, finančnega direktorja družbe, ki naj bi bil odgovoren za lažno bilanco, sprejela odstop Davida Myersa, višjega podpredsednika, ki je

⁶ 10. maja 2002 je bonitetna hiša Standard&Poor's znižala svojo oceno za delnico Worldcom na raven, kjer se v delnico ne splača vlagati (angl. junk status), tri dni kasneje pa jo je odstranila iz indeksa S&P 500.

bil odgovoren za finančni nadzor. Da bi se rešila stečaja, je uprava uvedla obsežno prenovo, v okviru katere naj bi odpustila 17 tisoč od 61.800 uslužbencev ter prodala vrsto hčerinskih podjetij.

Kljub vsem ukrepom podjetju Worldcom ni uspelo rešiti stečaja. Ameriški telekomunikacijski velikan Worldcom, je namreč 21.7.2002 na sodišče v New Yorku vložil prošnjo za stečaj, s katerim bi v okviru stečajnega postopka izvedel reorganizacijo poslovanja. Za to je po ocenah strokovnjakov potreboval približno dve milijardi ameriških dolarjev, zato se je z ameriški bankami začel dogovarjati za posojila, ki pa jih je moralo odobriti še stečajno sodišče. Posojila v višini 750 milijonov dolarjev so mu odobrile Citibank, J.P. Morgan Chase Bank in General Electric Capital Corporation (Stečaj Worldcoma bo največji v ameriški zgodovini, 2002).

WorldCom se pri stečaju sklicuje na 11. poglavje ameriškega zakona o stečajih (angl. Chapter 11), ki zagotavlja nadaljnje delovanje podjetja, medtem ko poteka reorganizacija poslovanja. Posojila bi za Worldcom pomenila nujno potreben svež kapital, ki bi omogočil normalno poslovanje podjetja v času, ko se je ukvarjalo z reorganizacijo poslovanja. V tem času je Worldcom moral namreč prestrukturirati svoje finance, okrepiti bilanco, zmanjšati dolgove, ki so obsegali več kot več kot 30 milijard dolarjev.

15. novembra 2002 je bil na mesto predsednika in glavnega izvršnega direktorja imenovan Michael D. Capellas. Tudi stečajno sodišče je potrdilo Capelasa za novega izvršnega direktorja, z njegovim prihodom pa so Worldcom zapustili stari člani odbora direktorjev. 14. januarja 2003 je novi glavni izvršni direktor predstavil izčrpen 100 dnevni načrt, kako zopet spraviti podjetje na stara pota in ga pripraviti na reorganizacijo, ki naj bi se izvedla kasneje. Po besedah Capellasa naj bi Worldcom v teh 100-ih dnevih na trg poslal nove storitve, ki bodo privlačne tako posameznikom kot tudi poslovnemu svetu, s čimer naj bi se močno povečala prodaja le-teh (Harmantzis, 2004 str. 10).

14. aprila 2003 je Worldcom začel izvajati svoj plan reorganizacije. V okviru tega so na mesto glavnega finančnega uradnika imenovali Robert Blakely-a, ime družbe se je spremenilo iz Worldcom v MCI, sedež podjetja se je premaknil v Ashburn. Sam potek reorganizacije je določal usmeritev podjetja za naslednja tri leta in je bil potrjen s strani večine upnikov. Plan reorganizacije je predvideval enako podjetje kot ga je načrtoval Ebberts, seveda v smislu njegovega delovanja in ciljev. Še naprej naj bi omogočali storitve velikim korporacijam in posameznim uporabnikom. Prihodki podjetja naj bi se glede na plan povečevali za 4% na letni ravni, kasneje pa celo za 8%. Plan je vrednotil podjetje na 12 milijard dolarjev, vključno z 3.5-4.5 milijarde dolarjev neto dolgov. Vrednost podjetja je bila tako veliko manjša kot na vrhuncu, vendar so bili manjši tudi dolgovi, ki so Worldcom potisnili v bankrot (Harmantzis, 2004, str. 11).

Kljub vsem oviram je novo podjetje dobro na svoji poti, saj je naredilo velike korake na poti iz stečaja. Capellas je tudi prepričal vlado ZDA, da MCI lahko sodeluje na

dobičkonosnih vladnih projektih; tako so dobili posle v Afganistanu in Iraku. Poleg tega se je spomladi na Nasadaq pojavila delnica MCI, medtem ko so Worldcomove delnice po odločitvi sodišča postale brez vrednosti.. V času reorganizacije je podjetje MCI okrepilo svojo finančno pozicijo glede na konkurente in ima pred seboj svetlo prihodnost.

6. PRIMER PARMALAT

Da tudi Evropa ni imuna na takšne probleme, se je izkazalo z propadom italijanskega podjetja Parmalat, kmalu po Enronu in Worldcomu na drugi strani Atlantika. Parmalat je največje prehrambeno podjetje v Italiji in četrto največje v Evropi, skupaj pa je obvladovalo skoraj 50 % trga v Italiji. Podobno kot pri že prej obravnavanih primerih, se je tudi v primeru Parmalatu vse začelo zapletati zaradi računovodskih prevar. Decembra leta 2003 je Parmalat priznal, da je ponarejal svoje finančne izkaze. Kmalu se je izkazalo, da je vodstvo lažno izkazovalo 4 milijarde evrov gotovine (za potrebe likvidnosti), izginilo pa je tudi 9 milijonov evrov denarja vlagateljev, ki so ga naložili v obveznice. Parmalat predstavlja največji bankrot v zgodovini Evrope, ki je dosegel skoraj 1,5% bruto nacionalnega dohodka Italije.

6.1. NASTANEK IN RAZVOJ PARMALATA

Začetke Parmalata pripisujejo Calistu Tanzi, ki je bil dedič dinastije, trgovcev s hrano, locirane v majhnem mestu Collecchio blizu Parme. Na koncu šestdesetih let je Tanzi vstopil na trg mleka in izkoristil prednosti, ki jih je ponujal tetra pak, s čimer se je močno vpletel v mlečno industrijo. V sedemdesetih letih je znamka Parmalat postala zelo znana, ker je veliko sponzorirala v svetu športa. V istem desetletju se je podjetje začelo širiti na trgu Latinske Amerike. V osemdesetih letih se je rast Parmalata nadaljevala: Parmalat je utrdil vodilni položaj v mlečni industriji ter se razširil na trgu tudi s pekovskimi proizvodi, paradižnikovimi omakami in sadnimi sokovi. Tanzi je bil znan tudi po svojih zvezah z nekaterimi zelo pomembnimi ljudmi v svetu politike (Ferrarini, Giudici, 2005, str.5).

Prav politične povezave naj bi tudi botrovale temu, da je Tanzi v osemdesetih letih vstopil na trg radiotelevizije. Zaradi slabega poslovanja Tanzijeve televizije Odeon TV, so le-tega bili primorani konec leta 1989 tudi prodati. Odeon je bankrotiral in Tanzi, ki je jamčil za njegove dolge, je moral plačati visoke vsote denarja. Med preiskavo, po propadu Parmalata, je postalo jasno, da je bil ta denar priskrbljen s strani Parmalata. To je bil eden prvih primerov, kjer se je denar Parmalata uporabljal za pokrivanje dolgov Tanzija na drugih poslovnih področjih.

Po TV fiasku, konec osemdesetih let, je bil Parmalat velika mednarodna družba v finančnem nemiru. Prek kompleksnih finančnih transakcij je Coloniale s.r.l. (Tanzijevo

družinsko podjetje) izrabila svoj kontrolni delež pri zbiranju kapitala za Finanziaria Centro Nord, ki je kasneje postala Parmalat Finanziaria. Prek te transakcije je Coloniale obdržal kontrolni delež (okoli 51%) v Parmalat Finanziaria, ki je bila ena od 58. podjetij, ki so sestavljali družbo Parmalat (33 podjetij je bilo lociranih izven Italije).

V devetdesetih letih je družba Parmalat začela nov val prevzemov, ki so bili precej intenzivni v Latinski Ameriki. V letu 1995 je družba ustvarila 2,4 milijarde evrov prometa, leto kasneje pa 2,8 milijarde evrov prometa. Okoli 45% prometa je bilo ustvarjenega na trgih Latinske Amerike. Med letom 1990-2002 je tako za enajstkrat povečala svojo prodajo.

Tabela 2:Število Parmalatovih tovarn in zaposlenih po geografskih področjih

GEOGRAFSKO PODROČJE	ŠTEVILO TOVARN	ŠTEVILO ZAPOSLENIH
<u>Evropa</u> : Francija, Nemčija, Italija, Portugalska, Velika Britanija, Romunija, Rusija, Španija, Madžarska	43	7907
<u>Severna in Srednja Amerika</u> : Kanada, Kuba, Mehika, Nikaragva, Dominikanska republika, ZDA	38	7315
<u>Južna Amerika</u> : Argentina, Brazilija, Čile, Kolumbija, Ekvador, Paragvaj, Urugvaj, Venezuela	32	15434
<u>Ostali svet</u> : Avstralija, Botsvana, Kitajska, Mozambik, Južna Afrika, Zambija, Tajska	22	4957
SKUPAJ	135	35613

Vir: Ferrarini, Giudici, 2005, str.6

Tanzi je vstopil v devetdesetih letih tudi na turistični trg. Prek mnogih transakcij in prevzemov je turistično podjetje HIT doseglo za 550 milijonov evrov prometa, vendar so vseeno pretehtale velike izgube, ki so jih dosegali. Te posle je vodila Stefania, hčer Calista Tanzija.

Ob koncu desetletja se je Parmalat še naprej širil. Med letom 1998-2000 je prevzel okoli 25 podjetij. Ta trend se je nadaljeval tudi na začetku novega tisočletja. Parmalat je nenehno izdajal nove obveznice. Novembra leta 2000 je Standard in Poor's znižal bonitetno oceno

na BBB. Zaradi problemov v Južni Ameriki (predvsem v Argentini) in propadu italijanskega prehrabnega velikana Ciria so se stroški kapitala za Parmalat povečali. Vendar je družba še vedno sledila isti strategiji, ki je pomenila velike količine gotovine pri prevzemih, medtem ko so potrebo po gotovini potešili z izdajo obveznic.

Ob koncu leta 2002 je družbo Parmalat sestavljalo več kot 200 podjetij v petdesetih državah po vsem svetu. Družba Parmalat je bila vodilna na trgu mleka, mlečnih izdelkov in napitkov. Pod svojim okriljem je imela 135 tovarn, v katerih je bilo skupaj skoraj 36000 zaposlenih, skupaj pa je ustvarila za 7,6 milijarde evrov prometa. Poročilo zadnjega četrtletja leta 2002 je pokazalo, da je imel Parmalat za 3,35 milijarde evrov gotovine; sredstva so znašala 10 milijard evrov, obveznosti pa 7,17 milijarde evrov. Med temi obveznostmi je bilo za 1,5 milijarde evrov dolgov obveznic, ki so jih izdali prek 31 različnih izdaj. V začetku leta 2003 se je Parmalat spet uvrstil na indeks Mib 30, ki je indeks 30 največjih italijanskih podjetij v smislu tržne kapitalizacije (Ferrarini, Giudici, 2005, str. 8).

6.2. VZROKI ZA PROPAD PARMALATA

Najbolj značilna zadeva Parmalatovih finančnih izkazov je bilo nepošteno izkazovanje tako višine dolga kot gotovine. Parmalatovi finančni izkazi so bili lažni, še vedno pa se točno ne ve od kdaj. Slabi poslovni rezultati glavne dejavnosti in veliki denarni tokovi odvedeni v blagajno družine Tanzi, so v povezavi s slabimi poslovnimi rezultati turistične družbe in ostalimi aktivnostmi družine Tanzi (npr. posli z nogometom) povzročili ogromne dolgove, ki jih na koncu nimo zmogli več obvladati.

V zvezi s samo prevaro so bili tehnične zadeve povsem osnovne. Parmalat je prikrival izgube, precenjeval sredstva ali beležili sredstva, ki sploh niso obstajala, podcenjeval višino dolga in preusmerjal denar družbe Parmalat k članom družine Tanzi.

Da bi prikrili izgube, je družba Parmalat uporabljale entitete, ki so bili popolnoma v njeni lasti. Med temi entitetami je bila najpomembnejša Bonlat, locirana na Kajmanskih otokih in je imela odprt lažni račun pri Bank of America. Terjatve, ki jih niso mogli realizirati, so prenesli iz matičnih podjetij na te entitete, v okviru katerih so skrili njihovo realno vrednost. Organizirali so tudi fiktivna trgovanja in finančne transakcije, s katerimi so kompenzirali izgube ter po drugi strani napihovali sredstva in prihodke (Ferrarini, Giudici, 2005, str. 15).

Glede na to, da je Parmalat v svojih bilancah prikazoval ogromne vsote gotovine, ne bi smel imeti problemov s kratkoročno likvidnostjo. Vendar ni bilo tako. Prvi znaki prevare so se pokazali leta 2003. Decembra leta 2003 jim je zmanjkalo 150 milijonov evrov za izplačilo njihovih obveznic. Finančni trgi so se začeli spraševati, zakaj je ta problem nastal, saj je družba hkrati v bilanci stanja izkazovala za skoraj 4 milijarde evrov gotovine. Italijani so sporočili, da čakajo na izplačilo svojega 500 milijonov evrov vrednega vložka v

investicijski sklad z imenom Epicurum, ki je registriran na Kajmanskih otokih in domnevno nalaga premoženje v nejavna podjetja, ki se ukvarjajo z "zabavo in prostim časom". Izkazalo se je, da ta denar v resnici ni obstajal. Parmalat je namreč štirikrat letno ponarejal svoje računovodske izkaze, v njih je izkazoval bistveno več gotovine kot so jo imeli v resnici. V osrčju problema je bilo pismo, ki naj bi ga izdala Bank of America. To pismo je potrjevalo, da ima Parmalatova podružnica Bonlat depozite v višini skoraj 4 milijarde evrov pri omenjeni banki. Sredi decembra 2003 je Bank of America zatrdila, da je ta dokument ponarejen, kar je pomenilo, da denar v resnici ni nikoli obstajal. To pa še ni bilo vse. Citigroup je za Parmalat odprl in vodil poseben račun Buconero (it: črna luknja), kamor je Parmalat skrival svoje velike dolgove, ki so mu omogočali nadaljnje zadolževanje. Merrill Lynch je Parmalatu pomagal z zapletenimi izvedenimi instrumenti, ki so še dodatno zamegljevali poslovanje. To je močno zamajalo družbo in kasneje pomenilo njen propad (Dobson, 2004, str. 7).

Poleg tega je bil Parmalat obtožen tudi manipuliranja s ceno delnice na Milanski borzi. Vrednost delnic družbe je namreč 20. decembra 1999 poskočila za 17%, po tem ko so izdali poročilo, v katerem je bila njihova tovarna v Braziliji ovrednotena na 1,35 milijarde dolarjev, kar je bilo več kot dve tretjini Parmalatove tržne vrednosti. Investitorji pa niso vedeli, da je ta ocena s strani podjetja Deloitte&Touche bila izveden 23. julija 1998-17 mesecev prej in šest mesecev pred tem, ko je Brazilija devalvirala svojo valuto real.

Parmalat je propadel tudi z vidika korporacijskega upravljanja. V družbi je bil namreč zelo slab odbor direktorjev- skoraj brez zunanjih in neodvisnih direktorjev. Če je bil Enronov odbor direktorjev odličen na papirju (samo dva člana sta bila iz podjetja) je Parmalatov odbor direktorjev popolnoma druga zgodba. V prvem poročilu, ki sega v leto 2001 je razglasil, da so štirje od trinajstih direktorjev neodvisni, vendar ni navedel njihovih imen. Do tega je prišlo šele kasneje. Leta 2003 je bilo osem izmed trinajstih direktorjev izvršnih direktorjev. To so bili Calisto Tanzi, njegov sin Stefano, njegov brat Giovanni, njegova nečakinja Paola Visconti, Fausto Tonna glavni finančni direktor in trije managerji Luciano Del Soldato, Alberto Ferraris in Francesco Giuffredi. Fausto Tonna je bil tudi član tričlanske revizijske komisije. Ostala člana sta bila Francesco Giuffredi in Luciano Silingardi. Med petimi neizvršnimi direktorji so bili trije kvalificirani kot neodvisni nadzorniki. Najpomembnejši je bil Luciano Silingardi. Slednji in Calisto Tanzi sta bila prijatelja še iz šolskih klopi, pred tem pa je bil Silingardi kot finančnik zaposlen pri Parmalatu. Kasneje mu je Tanzi preko svojih političnih povezav zagotovil mesto direktorja banke Cassa di Risparmio di Parma, ki je bila ena izmed najtesnejših partnerjev Parmalata. Ostala dva neodvisna nadzornika sta bila Paolo Sciume, eden izmed Tanzijevih odvetnikov in Enrico Barachini, ki je bil član tudi drugih nadzornih svetov, med drugim v dveh podružnicah banke Banca Popolare di Lodi Group, ki je bila prav tako pomemben partner Parmalata (Ferrarini, Giudici, 2005, str. 19).

Takšna situacija glede odbora direktorjev je bila podobna tudi v preteklosti. Jasno je, da neizvršni direktorji nikoli niso nadzorovali managerjev. Postavlja se vprašanje, zakaj je temu tako. Mogoče je odgovor v tem, da neodvisni nadzorniki v resnici niso bili neodvisni. Za razumevanje kompleksnosti družbe glede same strukture in financ bi potrebovali veliko dela in časa ter finančnega razumevanja, za kar pa neodvisni nadzorniki niso imeli pravega motiva. Zato so se pri svojem odločanju ravnali po predlogih Tanzija, ki je bil tudi glavni nadzornik podjetja.

Delovanje odbora direktorjev se je kot negativno pokazalo tudi pri izbiri novega revizorja. Do leta 1999 je bil glavni revizor družbe Parmalat podjetje Grant Thornton. Glede na italijansko pravo, so revizorji določeni za dobo treh let, to funkcijo pa lahko opravljajo za tem še največ dvakrat. To pomeni, da morajo biti po devetih letih zamenjani. Ko se je bližalo leto 1999, so se Tanzi in njegova družčina znašli v težavah, saj so morali najti novega revizorja. Problem je bil v tem, da bi lahko novi revizor odkril pravi namen entitet, ki jih je Parmalat ustanovil po različnih državah. Grant Thornton je sam sodeloval pri ustanovitvi teh entitet, med katerimi je najpomembnejša prav Bonlat. Zato je Tanzi določil, da bo Grant Thornton še naprej revizor te podružnice na Kajmanskih otokih, hkrati pa angažiral novega revizorja, ki je bil Deloitte&Touche S.p.a.. Vloga odbora direktorjev je v tem, da je vedela, kaj počne Tanzi, da je to nezakonito, vendar so bili preveč odvisni od Parmalata, da bi sploh ukrepali (Ferrarini, Giudici, 2005, str. 24).

Zlom korporacijskega upravljanja lahko potegnemo iz naslednjega dejstva; lastnik g. Tanzi je bil sočasno direktor in glavni nadzornik podjetja, zato ni presenetljivo, da mu nihče ni ugovarjal.

6.3. PROPAD PARMALATA

Kot sem že omenil, je bilo najznačilnejša zadeva Parmalatovih finančnih izkazov hkratno izkazovanje velikega dolga in gotovine. Njihova politika razkrivanja informacij je bila okarakterizirana z zelo arogantnim odnosom managementa do analitikov, vrednostnih papirjev in investorjev, podobno kot pri podjetju Enron. Na splošno, delnica Parmalat ni bila delnica, v katero bi lahko zaupali.

Oktobra 2002 je družba izvedla novo izdajo obveznic v vrednosti 150 milijonov evrov, pri čemer sta zanje jamčila Banca Akros in UBM. Dva meseca kasneje, novembra 2002, je podružnica Parmalat Sopafri (Parmalatova podružnica v Luksemburgu) ponovno izdala obveznice, njihova vrednost je dosegala 200 milijonov dolarjev. Te izdaje obveznic so povzročile zmedenost na trgu. V poročilu za investitorje je UBM 6. decembra 2002 zapisal, da je delnica Parmalat primerna za vlaganje, vendar dodal naslednje: »V zvezi z problema refinanciranja dolga, sta propad Ciria in nestabilnost v Južni Ameriki povzročila, da je poplačilo dolgov pri razumljivih stroških postalo zelo težko. Povrh tega pa družba ni pokazala nobene namere, da bi z 3,3 milijoni evrov gotovine kaj storili. To zadevo bi bilo

potrebno razčistiti z managementom, ki pa je praktično nedosegljiv«. (Ferrarini, Giudici, 2005, str. 9).

Arogantnost Parmalatovega managementa je bila ponavljajoča se tema v različnih poročilih. Merrill Lynch je za razliko od drugih nastopil bolj odločno. Slednji so namreč spremenili svoje mnenje glede delnice, in sicer so investitorjem svetovali, naj jo raje prodajo kot pa kupijo. V poročilu so zapisali: »Glavna stvar, ki nam povzroča nejasnost, je, zakaj družba Parmalat z majhnimi, a vse bolj kompleksnimi izdajami obveznic zalaga trg, medtem ko se jim gotovina še naprej močno povečuje. Investitorjem zato svetujemo, naj delnico prodajo« (Ferrarini, Giudici, 2005, str. 9).

Vsi ostali analitiki so ostali na videz nezaskrbljeni. Na primer Euromobiliare se je nanašal na Parmalat kot »dolg pod kontrolo« in v isti sapi branil strategijo družbe. Tudi ostali analitiki so verjeli, da je strategija družbe dobra, čeprav niso imeli prave slike, kako stvar deluje v realnosti, saj jim Parmalat ni zagotovil vseh informacij, pa tudi sama struktura družbe je bila zelo komplicirana.

Kljub temu so analitiki podpirali dejstvo, zato je trg postal bolj pazljiv, kar se je izkazalo glede govoric o novi izdaji obveznic s strani Parmalata. Zaradi tega se je v obdobju od novembra leta 2002 do februarja 2003 cena delnice znižala za 45%, družba pa je tudi uradno preklicala novo izdajo obveznic.

6. marca 2003 je Assogestioni, italijanska zveza za upravljanje s sredstvi, pisala pismo Parmalatu, Consobu (italijanski čuvaj nad kapitalskim trgom) in Italijanski borzi, v katerem izraža zaskrbljenost nad premajhno transparentnostjo družbe. Reakcija na to je bil sestanek, ki ga je organiziral direktor Parmalata, Tanzi. Na tem sestanku je tudi naznanil, da bo družbo zapustil Tonna, njegovo mesto pa bo zavzel gospod Ferraris. To reakcijo je trg ocenil za pozitivno in po padcu cen delnic februarja 2003 se je slednja spet dvignila (Ferrarini, Giudici, 2005, str. 10).

Parmalatov novi glavni finančni direktor, Ferraris, je zagotovil, da bo Parmalat za odplačilo svojega dolga uporabil zgolj denar. Vendar so junija ugotovili, da je Parmalat s pomočjo Morgan Stanleya tajno izdal nove obveznice, katerih vrednost je bila velika neznanka. Ko so se organi obrnili na družbo ali slednje drži, je Parmalat uradno odgovoril, da je odkupil nekatere svoje obveznice, vendar se vrednosti niso ujemale, kot je kasneje poročal nek italijanski časopis. Consob je po izidu tega članka 7. julija 2005 začel izvajati pritisk na Parmalat, naj bo bolj transparenten, vendar je v tej fazi komunikacija povzročala več problemov, kot pa bi jih lahko rešila. Velik pritisk so začeli izvrševati tudi nad managementom in zunanjimi revizorji družbe Deloitte&Touche. Slednji je konec poletja zatrdil, da ne more komentirati polletnih finančnih izkazov, hkrati pa ne more dati poštenega mnenja o Parmalatovem investicijskem skladu Epicurum, ki ga je Parmalat prikazal kot ekvivalent za gotovino; Deloitte&Touche je tudi razkril obstoj zapletenih valutnih zamenjav med Parmalatom in omenjenim skladom.

31. oktobra 2003 je Consob pisno zahteval od Parmalat več informacij o nastalem stanju. Parmalat je odgovoril, da bo delež v Epicurumu prodan takoj. Medtem pa je prišlo do novega razkritja. Švicarska podružnica Geslat je z Citigroupom sklenila pogodbo, po kateri je slednji Parmalatu ustanovil poseben račun Buconero, kjer je lahko skrival dolgove, da bi se še naprej lahko zadolževal. Ta novica je povzročila pravi kaos na trgu.

8. decembra 2003 je Parmalat obvestil javnost, da ne more izplačati obveznic, saj čakajo na izplačilo svojega 500 milijonov evrov vrednega vložka v investicijski sklad z imenom Epicurum. Že dan potem je agencija za ocenjevanje kreditnega tveganja Standard&Poor's znižala bonitetno oceno Parmalata za 10 stopenj, na CC, ki je značilna za izredno tvegane oziroma »junk« obveznice (Ferrarini, Giudici, 2005, str. 11).

10. decembra je Tanzi v poskusu, da bi družbo prodal ameriškim investitorjem, priznal, da je podjetje ponarejalo računovodske izkaze. 11. decembra se je cena delnice popolnoma zrušila. Tečaj delnic se je namreč od 1. septembra znižal za okroglih 90 odstotkov, 11. decembra pa so delnice upadle še za dodatnih 66 odstotkov na 30 evrocentov. Standard&Poor's jim je pripel oceno D, ki pomeni nesposobnost plačila dolgov (Ferrarini, Giudici, 2005, str. 11).

Consob je zahteval od revizorja družbe Bonlat na Kajmanskih otokih Grant Thorntona, naj preveri, ali je res obstajal račun pri Bank of America, na katerem naj bi Parmalat imel skoraj 4 milijarde evrov gotovine. Bank of America je odgovorila, da je dokument, ki priča o obstoju takšnega računa, ponarejen. Med tem časom je management družbe Parmalat uničil vse dokumente in izbrisal vsebino z računalnikom, ki je bila povezana s prevaro. Začela se je kriminalna preiskava. 27. decembra 2003 je bil Parmalat razglašen za nesolventnega, še isti dan pa so aretirali prvega moža družbe Calista Tanzija (Ferrarini, Giudici, 2005, str. 12).

8. januarja je podjetje vložilo zahtevek za zaščito pred upniki in začetek postopka nesolventnosti. Tržna kapitalizacija družbe je v zadnjih dveh letih do zloma, z več kot milijarde in pol evrov, usahnila na manj kot sto milijonov evrov. Uganka, kako je več kot štiri milijarde evrov premoženja izginilo, še vedno ni rešena. V času postopka nesolventnosti, so na dan prišle govorice, da družba v zadnjih letih sploh ni odkupila za 3,6 milijarde lastnih obveznic, kar bi pomenilo, da bi se dolg družbe povzpел preko deset milijard evrov. To se je tudi uresničilo. Na koncu je namreč škoda znašala okoli 11 milijard evrov, kar je približno toliko, kolikor je leta 2003 znašal varčevalni paket, s katerim je Italija tega leta znižala svoj proračunski deficit.

7. POSLEDICE IN NAUKI PRIMEROV

Jasno je, da je po zlomu velikih korporacij moralo slej kot prej priti do sprememb v nadzoru in upravljanja velikih gospodarskih družb. Ker je najpomembnejše korake pri tem naredila Amerika, se bom v nadaljevanju bolj osredotočil ravno na njihove spremembe, saj

ji Evropa na tem področju večinoma sledi. Bistvene spremembe na področju korporacijskega upravljanja je v letu 2002 zaradi številnih finančnih škandalov v ZDA sprejel ameriški zakonodajalec. V tem poglavju predstavljam pogloblitve nove ureditve, njihovo smiselnost ter posledice njihove uvedbe, ker so to ukrepi z internacionalnim učinkovanjem.

7.1. SARBANES-OXLEY ZAKON (SOA)

Američani so se na kršitve pri bilanciranju Enrona, Worldcoma in še številne druge škatdane (Xerox, Merck, Adelphia, Global Crossing, itd.) odzvali na osnovi prepričanja, da bodo problemi rešeni, če se sprejme strožji zakon in se z njim postavijo natančnejša pravila. Predsednik ZDA George W. Bush je, 30.7.2002, podpisal nov zakon Sarbanes-Oxley Act of 2002⁷ (v nadaljevanju SOA), ki prinaša korenite spremembe v ameriške zakone s področja kapitalskega trga od sprejema Securities Act iz leta 1933 in Securities Exchange Act iz 1934. Zakon želi preprečiti vzroke škandalov na dveh kritičnih točkah, in sicer:

- korporacijsko upravljanje kotirajočih družb (razširja civilno in tudi kazenski odgovornost vodstvenega managementa),
- dosedanje reguliranje poklica revizorja.

V ZDA je temelj diskusije glede pojma korporacijsko upravljanje na odboru direktorjev in njegovi odgovornosti ter nadzoru (vsaj posredno) s strani delničarjev. Kot glavne pomanjkljivosti ameriškega sistema korporacijskega upravljanja, kjer so se pretežno zanašali na zunanjo korporacijsko upravljanje, torej na usmerjevalni učinek trga na ravnanje managementa in kontrolo vodenja podjetja s strani kapitalskega trga, so navajali: i) nezadosten nadzor upravljanja, ii) nezadovoljiva neodvisnost članov odbora direktorjev, iii) pomanjkanje informacij nadzornikov in delničarjev, iv) neustrezen način nagrajevanja direktorjev, ki vzpodbuja interesne konflikte in v) pomanjkljiva neodvisnost revizorjev.

SOA, ki ga nekateri imenujejo kar bilančni zakon, skuša pridobiti zaupanje investorjev v ameriški kapitalski trg z petimi različnimi ukrepi (Samec, 2003, str. 15):

1. Določene dejavnosti odbora direktorjev in managementa (na primer transakcije, ki izzovejo nasprotja interesov) so strožje regulirane.
2. Nadzorna funkcija odbora direktorjev se izboljšuje z nadzorno komisijo (angl. Audit Committee).

⁷ Zakon je imenovan po senatorju Paulu Sarbanesu, predsedujočemu bančnemu odboru in članu predstavniškega doma Michaelu Oxleyu, predsedujočemu v najpomembnejšem odboru v kongresu za finančne rešitve; oba sta pripravila svoj predlog zakona. Oba sta bivša odvetnika Oxley pa je bil včasih tudi agent FBI. Do julija 2002 je izgledalo, da bo sprejeta milejša oblika zakona, ki so ga pripravili vladajoči republikanci. Potem pa se je zgodil škandal Worldcom in tudi članom predstavniškega doma je postalo jasno, da je treba sprejeti strožje ukrepe.

3. Stroške je urejena neodvisnost revizorjev, posebej z uvedbo nadzornega organa za revizorje.
4. Družbe se zavezuje k stalnemu obveščanju in vsebina teh obvestil je stroške kontrolirana
5. Uvaja stroške ukrepe o osebni odgovornosti članov odbora direktorjev ter vodstvenega managementa. Za neupoštevanje so predvidene tudi kazenske sankcije.

SOA velja za vse družbe, ki kotirajo na ameriških borzah, ali so objavile registrirano javno ponudbo vrednostnih papirjev v ZDA. To določilo o uporabi je v nasprotju z dosedanjimi določili kapitalskega trga, ki so v glavnem izvezemala tuje izdajatelje od njihove uporabe (Samec, 2003, str. 15).

SOA na številnih področjih nima zaključene ureditve, temveč zahteva številne izvedbene predpise, ki so jih izdali pristojni nadzorni organi, zlasti SEC, najvišji računovodski organ ZDA in novo uveden organ za poklicno nadzorstvo revizorjev (Public Company Accounting Oversight Board- v nadaljevanju PCAOB) (Samec, 2003, str. 15).

Kot že rečeno, evropska priporočila sledijo ameriškim, a še vedno niso popolnoma enaka le-tim. Številne določbe SOA niso usklajene z veljavnimi določili v državah članicah Evropske unije oziroma ustreznimi predpisi in zakonskimi iniciativami na ravni skupnosti. Zaradi tega so številne evropske družbe, ki so uvrščene na ameriške borze in njihovi organi, postavljene pred številne pravne zahteve, ki so v konfliktu z njihovimi domačimi standardi korporacijskega upravljanja. Securities and Exchange Commission (v nadaljevanju SEC) ima na nekaterih področjih diskrecijo, s katero lahko odpravi glavne konflikte. Kjer te možnosti prostega preudarka ni, bi morali ZDA in Evropska unija s politično iniciativo vzpostaviti boljšo koordinacijo normiranja na področju korporacijskega upravljanja.

7.1.1. Novi standardi korporacijskega upravljanja za direktorje in vodstveni management

Telekomunikacijski gigant Worldcom je v svoji bilanci predrugail podatke za 7,15 milijarde dolarjev. Enron je izkazoval navidezne dobičke v višini milijarde dolarjev. Samo v letu 2000 je moralo 233 družb na zahtevo SEC na novo sestaviti bilance; do srede julija 2002 je moralo 158 družb popravljati številke za preteklo poslovno leto.

Glede na pomen računovodskih prevar v korporacijskih škandalih, SOA zahteva, da člani uprave osebno potrdijo, da so poslovna poročila njihovih družb, letna ali četrtna, vsebinsko pravilna in popolna, da pravilno predstavljajo finančno situacijo družbe in kažejo, da obstajajo primerne interne kontrole. Dolžnost potrditve velja neomejeno- tudi za neameriške družbe. Management se ne more sklicevati na nepoznavanje danih podatkov.

Zaradi slabih izkušenj z visokimi krediti, ki jih je prejel vodstveni management v Worldcomu, se spreminja praksa v zvezi s tem. Družbe ne smejo neposredno ali posredno zagotavljati posojil svojim direktorjem ali izvršilnim članom, kakor tudi ne posredovati pri takšnih kreditih ali za njih garantirati oziroma porokovati. Izjeme veljajo le za določene izdajatelje (banke, brokerje) in določene oblike posojil.

Sec. 306 SOA želi preprečiti tudi trgovanje z notranjimi informacijami (insiderstvo) v škodo zaposlenih, kot se je to zgodilo v primeru Enrona. Po tej določbi direktorji in vodstveni management ne smejo sklepati poslov prodaje in nakupa delnic v obdobju, v katerem je več kot 50 odstotkom udeležencem nekega pokojninskega načrta prepovedan nakup in prodaja delnic, če so vrednostni papir pridobili zaradi svojega položaja (npr. v okviru delniškega opcijskega programa). Dobički, ki se ustvarijo s kršitvijo te norme, se lahko, ne glede na krivdo prizadetega, zahtevajo nazaj, in sicer s strani družbe, ali (kadar ta tega ne uveljavlja) vsakega družbenika.

7.1. 2. Nadzorne komisije (angl. Audit Committee)

Družbe (izdajatelji), za katere velja SOA, morajo v skladu z Sec. 301 ustanoviti nadzorne komisije, v katerih so neodvisni direktorji, s čimer se izboljšuje nadzorna funkcija odbora direktorjev.

Nadzorne komisije so pristojne za imenovanje, plačilo in neprekinjen nadzor zunanjih revizorjev. Zunanji revizorji morajo poročati neposredno nadzornim komisijam. Nadzorne komisije morajo vse revizijske ali druge svetovalne storitve revizorja vnaprej odobriti. Prav tako so komisije prve pristojne za diskusijo z revizorji glede vprašanj načina vodenja, knjiženja ali možne obravnave določenih poslovnih dogodkov v okviru v ZDA veljavnih načel GAAP. Reševati morajo nesporazume med revizorji in managementom glede bilanciranja. Končno se morajo nadzorne komisije tudi aktivno posvetiti analizi notranjih napak v nadzoru in zlorab s strani vodstva družbe ali zaposlenih, za katere morajo imeti ustrezne pristojnosti in razpolagati z ustreznimi finančnimi sredstvi.

Člani nadzorne komisije morajo biti neodvisni od družbe in ne smejo, z izjemo njihovega plačila za dejavnost direktorja oziroma člana nadzorne komisije, sprejemati nobenih plačil od izdajatelja (npr. iz svetovalnih pogodb). V nadzorni komisiji mora biti tudi najmanj en finančni strokovnjak, ki mora:

- poznati US-GAAP in računovodstvo, ki je podlaga za letno poročilo,
- razpolagati z ustreznimi izkušnjami s sestavo bilanc in revizijo letnih poročil primerljivih družb,
- razpolagati z ustreznimi izkušnjami iz naslova sistemov notranjega nadzora.

7.1.3. Nova pravila za revizije

SOA zaradi internega konflikta določa, da revizijska družba ne sme izvajati nobenih revizijskih storitev za družbo, če je bil njen glavni izvršni direktor, nadzornik ali glavni finančni direktor oziroma osebe s podobnimi funkcijami, v družbi v dvanajstih mesecih pred pričetkom revizije zaposlen pri revizorski družbi in je bil na kakršen koli način udeležen pri reviziji za to družbo. Iz tega izhaja, da je vsaj v naslednjem letu prepovedano najeti revizorsko družbo, kadar se njen bivši zaposleni zaposli pri mandatu. To obdobje pa je za družbe, ki kotirajo na newyorški borzi, povečano na pet let.

Revizijska družba Arthur Andersen je v letu 2001 od Enrona dobila 25 milijonov dolarjev za revidiranje bilanc in še 27 milijonov dolarjev za druge svetovalne storitve. SOA po načelu »kdor preverja, naj ne svetuje« strogo loči revidiranje od svetovanja. Sec. 201 SOA prepoveduje revizorjem, da bi za svoje mandate istočasno opravljali določene nerevizijske storitve. Prepovedane so knjigovodske in druge storitve v povezavi z vodenjem kontov in sestavo bilanc mandatov, vzpostavitev finančnih informacijskih sistemov in njihova implementacija, zavarovalno matematične storitve, funkcija managementa ali osebno svetovanje posredniške storitve, svetovanje pri investiranju, pravno svetovanje ter tudi vse druge storitve, ki jih odbor direktorjev prepove. Druge ne-revizijske storitve, davčno svetovanje, se lahko izvajajo šele s soglasjem nadzorne komisije izdajatelja in jih je treba v poročilih izdajatelja objaviti.

7.1.4. Strožje določbe o osebni odgovornosti managementa

Posebno pozornost so v Evropi sprožile kazenske določbe, ki jih je uvedel SOA. Zavestno napačne potrditve s strani glavnega izvršnega direktorja in glavnega finančnega direktorja se lahko kaznujejo z denarno kaznijo do milijona ameriških dolarjev ali do 10 let zapor. Naklepno napačno potrjevanje pa z denarno kaznijo do 5 milijonov dolarjev ali kaznijo zapor do 20 let. Strožje kazni so predvidene tudi za uničenje bilančnih aktov s strani revizorja pred potekom roka za hrambo.

Zaradi primera Enron in Worldcom, ko so njihovi vodilni managerji kljub velikanskim izgubam ustvarili še gigantske zasluge, določa Sec. 304, da morajo te osebe pri kršitvah dolžnosti poročanja prizadetim družbam vrniti vse koristi, ki so jih dobile v 12 mesecih, ko so prvič objavile napačna poročila izdajatelja, pa tudi dobičke iz poslov z delnicami družbe.

7.2. NAUKI PRIMEROV

V tem poglavju bom predstavil svoj pogled na dogajanje ob spremljanju škandalov. ZDA so sicer takoj reagirale na nastale škatle s sprejetjem Sarbanes-Oxley zakona, vendar se postavlja vprašanje, ali so si morda evropske in ameriške zgodbe podobne in o tem, ali naj

se podobni ukrepi uveljavijo tudi na evropskem trgu. Sam ugotavljam, da so jim skupne naslednje lastnosti:

- Zavajanje investorjev o resnični uspešnosti poslovanja podjetij.
- Odpoved nadzora in regulacije podjetij .
- Da so podjetja, ki so bila vpletena v škandale, rasla predvsem zaradi prevzemov.

V zvezi s samo povezavo med lastnostmi podjetij in škandali lahko zapišem naslednje smernice:

1. kraja je manj verjetna v podjetjih z veliko priložnosti za rast, saj je kazni za odkritje kraje višja.,
2. kraja je prav tako manj verjetna pri podjetjih, ki potrebujejo zunanje vire financiranja, bolj pogosto- velja namreč ideja, da »ne pljuvaš v vodnjak iz katerega piješ«. Pomembna pa je tudi razpršenost lastništva, saj sam sebi verjetno ne bi kradel. Slednje se zelo nanaša na Parmalat. Gospod Tanzi iz Parmalata je bil sicer res ustanovitelj in glavni lastnik, ostali lastniki pa so bili preveč majhni, da bi lahko učinkovito izvajali nadzor nad upravo in največjim lastnikom.

Hermalin in Weisbach v svoji študiji kažeta, da so prihodki, ki jih ustvarja glavni izvršni direktor, negativno povezani z njegovo uspešnostjo in ta odvisnost je močnejša, če je nadzorni svet bolj neodvisen. Verjetnost, da v nadzorni svet pridejo člani, ki so zelo samostojni, je večja ob slabši uspešnosti glavnega izvršnega direktorja, saj to zmanjša njegovo pogajalsko moč relativno glede na nadzorni svet. Če člani nadzornega sveta ugotovijo, da je nadziranje glavnega izvršnega direktorja za njih predrago, bodo zato svoje delo opravljali slabše in ne bodo posvečali mnogo pozornosti kontroli. Zato bodo manj samostojni nadzorni sveti bolj preferirali slabšega oz. povprečnega glavnega izvršnega direktorja. Nadzor bo manjši tudi, kadar so člani nadzornega sveta zelo naklonjeni CEO-ju, saj v tem primeru bolj cenijo njegove osebnostne lastnosti kot pa resnično sposobnost. Tako bo nadzor glavnega izvršnega direktorja v času njegove kariere vedno manjši, saj uživa vedno več spoštovanja in lojalnosti med člani nadzornega sveta (Hermalin, Weisbach, 1998, str. 44).

Glavni nauki, ki jih bom strnil v naslednjih točkah in za katera menim, da bi jih podjetja morala v nadaljnje bolj upoštevati, so sledeči:

- V vsaki družbi je nujna trezna analiza delovanja različnih sistemov nadzora nad upravo: Je nadzorni svet dovolj usposobljen za nadzor? Je podjetje predmet pritiskov trga kapitala? Ima podjetje ustrezen sistem notranjega nadzora? So revizorji neodvisni?
- Družbe naj se zavedajo velikega pomena zunanjih neodvisnih nadzornikov z dobrimi finančno računovodskimi znanji.
- Pomembno je, da se zagotovi krajše mandate in pogostejše menjavanje nadzornikov v podjetju: Je sestava nadzornega sveta takšna, da omogoča tudi samo-ocenjevanje nadzornikov? Bodo 'novi' nadzorniki lahko nadzirali tudi

morebitne prepletenosti nadzornikov, ki so v podjetju že dalj časa, in članov uprav?

- Nadzorniki naj se pogovarjajo tudi s srednjim in nižjim managementom, ne zgolj z vodilnim.
- Nadzorniki naj spodbujajo iskanje zunanjih virov financiranja, čim višja izplačila dobičkov oziroma optimalno reinvestiranje dobičkov.
- Nadzorniki naj spodbujajo zviševanje preglednosti poslovanja (npr. uvrstitev v borzno kotacijo).
- Zagotovi naj se redno menjavanje revizorjev.
- Revizorji morajo biti sposobni in neodvisni.
- Izbor revizorjev naj bo v rokah neodvisnih članov nadzornega sveta oziroma odbora direktorjev.
- Sistem mora dobro delovati zlasti gospodarski recesiji, kjer je kakovost odločanja in dobro upravljanje odločilno za uspeh družb.
- Opcije niso najbolj ustrezna oblika nagrajevanja, saj povzročajo več težav, kot pa jih rešujejo. Če že, naj o vzpostavitvi opcijskih shem, odloča skupščina delničarjev.

SKLEP

Korporacijsko upravljanje je splet odnosov med skupinami, ki so udeležene v določanju smeri in načinov delovanja korporacij. Nanaša se na splet notranjih in zunanjih kontrolnih mehanizmov, ki zmanjšujejo konflikte med delničarji in managementom, do katerih pride zaradi ločitve lastništva in upravljanja. V osrčju korporacijskega upravljanja je problem agentov. Ko se ločita lastništvo in upravljanje, se ločijo tudi tisti, ki investirajo (principali) in tisti, ki z investiranimi sredstvi upravljajo (agenti); posledično nastanejo stroški agentov. Potemtakem sledi, da povsem racionalno maksimiranje lastnih koristi vodi v situacijo, ko se agenti (managerji) ne obnašajo tako, kot bi si želeli principalni (lastniki). Na splošno obstaja 5 mehanizmov, ki zmanjšujejo ta problem in hkrati disciplinirajo managerje: i) izvolitev odbora direktorjev, ki odraža interes lastnikov, do katerih je glavni izvršilni direktor (CEO) odgovoren, ii) prevzem ali ali proxy fight, iii) aktivno in neprestano nadzorovanje s strani velikega delničarja, ki je lahko bogat investitor, finančni posrednik (npr. banka) ali institucionalni investitor, iv) poravnava interesov lastnikov in managerjev prek pogodb o plačilu managementa in v) jasno definirana fiduciarna odgovornost vodilnih z možnostjo delničarskih tožb proti korporacijskim odločitvam v škodo delničarjev ter odškodnin za utrpelo škodo.

V vseh treh primerih, ki sem jih obravnaval, je jasno videti, da ameriški sistem korporacijskega upravljanja nima nadzornih mehanizmov ter da slaba sestava odbora direktorjev in s tem posledično tudi slabo upravljanje vodi v propad podjetje. Na papirju je bil sicer Enronov odbor direktorjev neodvisen, vendar v praksi ni bilo tako.

V letu 2001 je bil odbor direktorjev sestavljen iz 16 članov (12 od teh članov je bilo zunanjih direktorjev, ki z Enronom niso imeli nobene povezave). Takšna sestava je Enronu teoretično zagotavljala 86% neodvisnost, kar je veliko nad ameriškim povprečjem: 59 odstotkov. Toda večina članov odbora je bilo na osnovi donacij precej podrejenih Enronu oziroma njegovi upravi. V odbor so bili imenovani tudi ljudje, ki s poslovnim svetom niso imeli nikakršne povezave. Trije izvršni direktorji izven ZDA so vodili svoje korporacije in preprosto niso imeli ne časa ne volje, da bi se poglobljeno ukvarjali z Enronom. Pri Enronu je bila zaskrbljujoča tudi sama sestava odbora, saj noben član v odboru direktorjev ni bil iz seznama 500 najboljših podjetij, hkrati pa v njihovih vrstah ni bilo predstavnika katere izmed velikih bank. Vse to nakazuje, da je Enronova uprava v odbor očitno večinoma imenovala ljudi, od katerih je pričakoval najmanj odpora. Podobno stanje je bilo v Worldcomu. Med letom 1999-2002 so zunanji direktorji predstavljali 50% Worldcomovega odbora direktorjev. Kljub temu pa je bilo celotno delovanje korporacije podrejeno eni sami osebi, in sicer glavnemu izvršnemu direktorju Worldcoma, Bernardu Ebbersu. Ebbers je nadzoroval delo odbora, njegove razprave in odločitve. Ustvaril je takšno okolje, kjer je bil pritisk za doseg željenih rezultatov velik, oddelki, ki so služili kot mehanizmi nadzora, so bili šibki, prav tako okolje, v katerem je bila zadnja beseda v rokah managementa. Zunanji direktorji tudi niso imeli večjih povezav z zaposlenimi, hkrati pa v podjetju niso obstajali mehanizmi, ki bi omogočali neposredno izmenjavo mnenj med zaposlenimi in zunanjimi direktorji.. Skratka, odbor direktorjev je bil v večji meri odrezan od delovanja Worldcoma, da je z njim izgubil stik in s tem, kaj se s podjetjem resnično dogaja. Tudi Parmalat je pokopalo slabo korporacijsko upravljanje. V družbi je bil namreč zelo slab odbor direktorjev- skoraj brez zunanjih in neodvisnih direktorjev. Večina članov odbora direktorjev so bili družina oziroma sorodniki g. Tanzija ter njegovi prijatelji iz šolskih klopi. Takšna situacija glede odbora direktorjev je bila podobna tudi v preteklosti. Jasno je, da neizvršni direktorji nikoli niso nadzorovali managerjev; lastnik g. Tanzi je bil sočasno direktor in glavni nadzornik podjetja, zato ni presenetljivo, da mu nihče ni ugovarjal.

Po Enronu in ostalih korporacijskih škandalih, ki so načeli Bushevo administracijo, je bila v ZDA sprejeta obsežna zakonodaja v obliki Sarbanes-Oxleyevega zakona, medtem ko Evropa ni naredila velikih korakov v tej smeri. Obenem sta Newyorška borza in Agencija za trg vrednostnih papirjev (SEC) objavili nov nabor pravil za kotacijo. Postavlja se vprašanje, ali je smiselno po škandalih, ki jih je omogočil en sistem pravil (računovodski standardi), uvesti nov kompleksen sistem pravil. Morda bi bilo bolj smiselno izpostaviti etične vidike poslovanja in oblikovati kodekse dobrega korporacijskega upravljanja. Vsekakor pa morajo podjetja v svoje odbore imenovati več zunanjih neodvisnih nadzornikov z dobrimi finančno računovodskimi znanji in veliko elana za nadzor nad vodilnim managementom.

LITERATURA

1. Becht Marco, Bolton Patrick, Roell Ailsa: Corporate Governance and Control. ECGI Working Paper Series in Finance N° 02/2002. Bruselj, ECGI, 2002. 172 str.
2. Beresford Dennis, Katzenbach Nicholas, Rogers C.B.: Report of investigation. b.k.: The Special investigative Committee of the Board of directors of Worldcom, Inc., 2003, 345 str.
3. Bohinc Rado: Korporacijsko upravljanje: ZDA, Evropa, Slovenija. Ljubljana : Fakulteta za družbene vede, 2001. 361 str.
4. Brealey Richard A., Myers Stewart C.: Principles of Corporate Finance. 7th ed., international ed., Boston : McGraw-Hill/Irwin, 2003. 1071 str.
5. Chihara Michelle: Top Ten Things You Need To Know About Enron. [URL: <http://www.alternet.org/story.html?StoryID=12326>], 01.02.2002.
6. Čoh Marko: Korporacijsko upravljanje, primer Enron in njegova aktualnost v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 97 str.
7. Davis Michael, Goldberg Laura: What went wrong with Enron?.[URL: <http://www.thedailyenron.com/documents/20020812133932-91317.asp>], 17.01.2002.
8. Dobson W.D.: Parmalat, Babcock institute discussion paper. Wisconsin : Babcock institute 2004. 22 str.
9. Fama Eugene F., Jensen Michael. C.: Separation of Ownership and Control, Journal of Law and Economics, Chicago, 26 (1983), 2, str. 301-326.
10. Ferrarini Guido, Giudici Paolo: Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat case. Working Paper N° 40/2005. Bruselj, ECGI, 2005. 62 str.
11. Frydman R., Rapaczynski A.: Insiders and the state: overview of responses to agency problems in East European privatizations, Economics of Transition, Edinburgh, Vol. 1(1993), str. 39-59.
12. Gandossy Robert: Leadership and governance from the inside out, New Jersey : Hoboken, 2004. 297 str.

13. Gillan Stuart L., Martin John D.: Financial Engineering, Corporate Governance, and the Collapse of Enron. Delaware: College of Business and Economics, The University of Delaware, 2002. 59 str.
14. Gregorič Aleksandra: Corporate Governance in Slovenia: an international perspective, Doktorska disertacija. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 190 str.
15. Harmantzis Fotios C.: Inside the Telecom Crash: Bankruptcies, Fallacies and Scandals A Closer Look at the WorldCom Case., New Jersey : Stevens Institute of Technology 2004. 23 str.
16. Healy Paul M., Palepu Krishna G.: The Fall of Enron. Journal of Economics Perspectives, Nashville, 17(2003), 2, str. 233-279
17. Hennessey Sean M.: Corporate Governance Mechanisms in Action: The Case of Air Canada. Charlottetown : University Of Prince Edward Island, 2004. 52 str.
18. Hermalin Benjamin., Weisbach Michael: Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. American Economic Review, Nashville, 88(1988), 1, . str. 96-118.
19. Holmstrom Bengt, Kaplan Steven N.: The State of U.S. Corporate governance: What's Right and What's Wrong?, Working Paper N° 23/2003, Bruselj, ECGI, 2003. 39 str.
20. Jensen Michael, Meckling William.: Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure., Journal of financial Economics, New York, 3(1976), str.305-360
21. Jensen Michael.: Agency cost of free cash flows, corporate finance and takeovers, American Economic Review, Nashville, 76(1986), 2, str. 323-329.
22. Kaplan Robert S., Kiron David: Accounting Fraud at Worldcom. Boston : Harvard Business School, 2004. 17 str.
23. Krugman Paul: Flavours of Fraud. New York Times, New York, 28.6.2002, str. 5-6.
24. Monks Robert A. G., Minow Nell: Corporate governance. 3rd ed. Oxford : Blackwell, 2004. 564 str.
25. Pinto Arthur R., Branson Douglas M.: Understanding corporate law. New York : M. Bender, 1999. 475 str.

26. Samec Nataša: Sarbanes-Oxley Act - nova pravila Corporate Governance v ZDA, Pravna praksa, Ljubljana, 22(2003), 36/37 str. 14-17.
27. Shleifer A., Vishny R.W.: Large Shareholders and Corporate Control, Journal of Political Economy, Chicago, 94 (1986), 3, str. 461-489.
28. Weston John Fred: Takeovers, restructuring, and corporate governance 3rd ed., New Jersey : Upper Saddle River, 2001. 689 str.
29. Williamson Oliver: The modern corporations: origins, evolution, attributes, Stanford : Journal of economic literature, 19(1981), 4, str. 1537- 1568
30. Windolf Paul: Corruption, Fraud and Corporate Governance: A Report on Enron. Oxford : Corporate governance and firm organization, 2002, str. 159-187.

VIRI

1. Enron: GeneralOverview.
[URL: <http://www.thedailyenron.com/enron101/overview.asp>]16.06.2003.
2. European Corporate Governance Institute. [URL: <http://www.ecgi.org>], 16.01.2006.
3. Plešnar Jože: Enron na robu stečaja, Finance, Ljubljana, 26.01. 2002
4. Social Science Research Network. [URL: <http://www.ssrn.com>], 25.01.2006.
5. Thornburgh, Dick: First Interim Report of Dick Thornburgh, Bankruptcy Court Examiner.[URL:<http://www.thecorporatelibrary.com/special/worldcomreports/Thornburgh1.pdf>], 2002
6. Stečaj Worldcoma bo največji v zgodovini, Finance, Ljubljana, 22.07.2002
7. Družini Bush se obeta senatna lupa. Dnevnik, Ljubljana, 07.10.2003.

