

UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE

Rada Sibila

Spremljanje (ne)skladnosti s kodeksi upravljanja v Sloveniji

Magistrsko delo

Ljubljana, 2016

UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE

Rada Sibila

Mentor: izr. prof. dr. Andrej Rus

Spremljanje (ne)skladnosti s kodeksi upravljanja v Sloveniji

Magistrsko delo

Ljubljana, 2016

Spremljanje (ne)skladnosti s kodeksi upravljanja v Sloveniji

Do leta 2015 so bile vse družbe, s katerih vrednostnimi papirji se trguje na organiziranem trgu skladno z ZGD-1, zavezane, da v svoje poslovno poročilo vključijo tudi izjavo o upravljanju družbe kot poseben oddelek letnega poročila. 15. julija 2015 pa je bil z novelo ZGD-1I spremenjen 70. člen, ki obseg zavezanih družb za oblikovanje izjave o upravljanju družb razširja na vse družbe, zavezane revidiranju. Izjava o upravljanju vsebuje sklic na kodeks upravljanja, ki je primeren za družbo, z navedbo podatka o javni dostopnosti besedila kodeksa in navedbo odstopanj od posameznih priporočil kodeksa. Družbe morajo tako navesti podatke o obsegu odstopanja od kodeksa upravljanja, pri čemer je treba pojasniti, katerih načel kodeksa družba ne spoštuje, in o razlogih za to.

Kodeksi upravljanja družb, ki so svoj razmah v Evropi doživeli v 90. letih prejšnjega stoletja kot eden izmed odgovorov na velike finančne škandale, so postali pomemben avtonomni pravni vir za urejanje notranjih razmerij v gospodarskih družbah ter med vsemi deležniki v teh subjektih. Dopolnjujejo temelje zakonodajnega in regulatornega okvira korporativnega upravljanja, hkrati pa prek načela »spoštuj ali pojasni« prenašajo odgovornost na posamezno družbo, da morebitno lastno alternativno prakso implementira in prilagodi svojim potrebam in strategiji.

Spremljanje skladnosti s kodeksi je pomembno za vse deležnike in širše družbeno okolje, ki naj bi s poznavanjem prakse korporativnega upravljanja posamezne družbe prek izjav o upravljanju lažje presojali kakovost upravljanja v tej družbi. Trg vrednostnih papirjev se odziva na vse informacije o družbi in cena delnice na trgu vrednostnih papirjev odraža med drugim tudi oceno investitorjev o trenutni uspešnosti poslovanja posamezne družbe in o zaupanju v nadaljnje uspešno vodenje in upravljanje družbe. Za realno oceno uspešnosti vodenja neke družbe pa je transparentnost poslovanja nujna.

Temeljni problem upravljanja družb se je pojavil z ločitvijo upravljalvske funkcije od financiranja družbe. Pojavilo se je vprašanje, kako delničarjem (lastnikom, ki so nase prevzeli celotno podjetniško tveganje) zagotoviti donos na njihov vloženi kapital. Menedžerji, ki jim je bila v upravljanje zaupana tuja lastnina, imajo po drugi strani interes po mobilizaciji čim večjega kapitala za svoje koristi. Ta konflikt obeh interesov pripelje do tega, da menedžerji ne uporabljajo vseh vzvodov za maksimiziranje donosa, kar lastnikom predstavlja strošek – strošek zastopanja (Rus 2011). Učinkovit nadzorni mehanizem naj bi torej zagotavljal, da bo menedžment delal v interesu delničarjev in da svojega položaja ne bo zlorabil za osebno korist. Trg vrednostnih papirjev (v povezavi s trgom menedžerskega talenta in trgom prevzemov) tako lahko predstavlja učinkovit posreden nadzor in znižuje tudi stroške zastopanja.

Ključne besede: kodeks upravljanja družb, spremljanje skladnosti, načelo »upoštevaj ali pojasni«.

Monitoring of (non) compliance with the Corporate Governance Code in Slovenia

All the companies whose securities are traded on a regulated market are in accordance with the Companies Act, bound to include in their annual report the corporate governance statement as a specific section of the annual report. From July 2015 the amendment to the Companies Act 11 (Article 70), extends the creation of the Corporate Governance Statement to all company committed to auditing. Corporate Governance Statement contains a reference to the corporate governance code, which is suitable for the company, indicating the data on the public availability of the text of the Code and an indication of deviations from the individual recommendations of the Code. Companies must also provide information on the extent of deviation from the governance code. It is necessary to clarify what principles of the code company does not respect and the reasons for it.

Most of the Corporate Governance Codes for listed companies were originally developed in the 1990s to early 2000s as a response to the great financial scandals. They've become an important autonomous source of law to govern the internal relationships within companies and between all stakeholders. They complement the legislative and regulatory framework of corporate governance structures whilst leaving the company with responsibility to apply, implement and adapt to their needs alternative practice through the principle of "comply or explain".

Monitoring the compliance with the codes is important for all stakeholders and the wider social environment. By knowing the practice of corporate governance of individual companies through management declarations should be easier for them to judge the quality of management in this company. The securities market is responding to all information concerning the company and the share price reflects, inter alia, an assessment of the investors on the current performance of individual companies and the confidence in further successful corporate governance. For a realistic assessment of the company performance, the transparency is necessary.

The fundamental problem of corporate governance has emerged through the separation of ownership and control in large organizations. The main question was/is how to provide shareholders (who are taking over the entire entrepreneurial risk) a return on their invested capital. Managers (agents) who have been entrusted with the management of foreign property, on the other hand, have interest in mobilizing the greatest capital possible for their own benefit. This conflict of interests of the two, leads to the fact that managers do not use all the levers to maximize yield, which represents the cost, i.e. agency costs (Rus, 2011). An effective control mechanism should therefore ensure that the management acted in the interests of shareholders and that their situation will not be abused for personal gain. Securities Market (in relation to the market for management talent and market acquisitions) can also represent an effective indirect control, and lowers the agency costs.

Keywords: Corporate Governance Code, Compliance, Monitoring, "comply or explain" principle.

KAZALO

1	UVOD.....	9
2	KAJ JE KORPORATIVNO UPRAVLJANJE?	11
2.1	Definicije.....	11
2.2	Razvoj korporativnega upravljanja.....	16
2.3	Pomen učinkovitega korporativnega upravljanja	18
2.4	Okvir korporativnega upravljanja	21
2.4.1	Udeleženci korporativnega upravljanja	22
2.4.2	Interes delničarjev ali interes deležnikov.....	23
2.4.3	Problem zastopanja	24
2.4.4	Različni sistemi upravljanja družb	27
2.5	Načela korporativnega upravljanja	30
2.5.1	Objavljanje podatkov, preglednost in zaupanje.....	32
3	KODEKSI UPRAVLJANJA DRUŽB.....	34
3.1	Nastanek in razvoj kodeksov.....	34
3.2	Pomen kodeksov korporativnega upravljanja	38
3.3	Načelo „spoštuj ali pojasni“.....	39
3.4	Spodbujanje dobre prakse korporativnega upravljanja.....	41
4	KORPORATIVNO UPRAVLJANJE V SLOVENIJI	44
5	KODEKSI UPRAVLJANJA V SLOVENIJI	45
5.1	Kodeks upravljanja javnih delniških družb	47
5.2	Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države	48
5.3	Kodeks upravljanja za nejavne družbe	50
5.4	Izjava o upravljanju.....	51
5.5	Izzivi spremljanja skladnosti s kodeksom upravljanja.....	54
6	ANALIZA (NE)SKLADNOSTI	58
6.1	Vloga ključnih deležnikov pri oblikovanju učinkovitega okvirja korporativnega upravljanja – anketa o pomenu izjav o upravljanju družbe	61

6.1.1	Anketa o pomenu izjav o upravljanju družbe - metodologija	61
6.1.2	Opis vzorca	61
6.1.3	Raziskava in analiza rezultatov	62
6.2	Pregled odstopanj skladnosti s Kodeksom upravljanja javnih delniških družb 78	
6.3	Metodologija in opis vzorca	79
6.4	Analiza rezultatov	82
7	SKLEP	92
8	LITERATURA.....	95
9	PRILOGA: Vprašalnik – Anketa o pomenu izjav o upravljanju družbe	104

KAZALO SLIK

Slika 2.1: Pomembnost korporativnega upravljanja v primerjavi s finančnimi vprašanji	19
Slika 2.2: Notranji in zunanji okvir upravljanja podjetja	21
Slika 2.3: Struktura primarnih in sekundarnih udeležencev korporativnega upravljanja	23
Slika 2.4: Korporativno upravljanje – dvotirni sistem upravljanja	29
Slika 3.1: Leto sprejema kodeksa upravljanja v državah EU	37
Slika 5.1: Korporativno upravljanje po vrstah družb – referenčni kodeksi, spremljanje in merjenje skladnosti s kodeksi	46
Slika 6.1: Vloga anketiranca v izbrani družbi	62
Slika 6.2: Tip družbe	63
Slika 6.3: Kateri kodeks upravljanja uporablja vaša družba?	64
Slika 6.4: Kateri kodeks upravljanja uporablja vaša družba (glede na tip družbe)? ..	65
Slika 6.5: Ali ste v družbi opravili pregled lastne prakse korporativnega upravljanja glede na referenčni kodeks in izvedli razmislek o razlogih za odstopanja (glede na tip družbe)?	66
Slika 6.6: Kdo je pripravil predlog izjave o upravljanju družbe?	66
Slika 6.7: Kako ste na seji nadzornega sveta (oz. uprave) obravnavali izjavo o upravljanju?	67
Slika 6.8: Kako ste presojali kakovost pojasnil odstopanj od priporočil kodeksa v izjavah o upravljanju?	68
Slika 6.9: Kako ste presojali kakovost pojasnil odstopanj od priporočil kodeksa v izjavah o upravljanju (glede na tip družbe)?	68
Slika 6.10: Ali po vašem mnenju načelo »spoštuj ali pojasni« družbi omogoča dovolj fleksibilnosti za upoštevanje posebnosti družbe pri oblikovanju lastnega okvirja korporativnega upravljanja?	69
Slika 6.11: Kdo spremlja in preverja skladnost z referenčnim kodeksom družbe? ...	70
Slika 6.12: Kakšen učinek ima za družbo »neresnična izjava o upravljanju«?	70
Slika 6.13: Kakšen učinek ima za družbo »popolna skladnost z načeli referenčnega kodeksa«?	71
Slika 6.14: Kakšen učinek imajo za družbo »visokokakovostna pojasnila odstopanj od kodeksa«, ki predstavljajo alternativno prakso korporativnega upravljanja, ki ustreza posamezni družbi«?	71

Slika 6.15: Katere so po vašem mnenju koristi družbe glede transparentnosti lastne prakse upravljanja v izjavi o upravljanju družbe?.....	72
Slika 6.16: Ali so pojasnila odstopanj od priporočil kodeksa v izjavah o upravljanju družb na splošno »resnična in natančna«?	73
Slika 6.17: Ali so pojasnila odstopanj od priporočil kodeksa v izjavah o upravljanju družb na splošno »zaupanja vredna«?	73
Slika 6.18: Ali so pojasnila odstopanj od priporočil kodeksa v izjavah o upravljanju družb na splošno »pregledna in razumljiva«?.....	74
Slika 6.19: Ali so pojasnila odstopanj od priporočil kodeksa v izjavah o upravljanju družb na splošno »kopirana/prepisana (ang. »copy-paste«)«?	74
Slika 6.20: Oblikovanja posebnega telesa za spremljanje/merjenje skladnosti	75
Slika 6.21: Kakšen pomen za učinkovitost korporativnega upravljanja imajo »kodeksi upravljanja družb«?	76
Slika 6.22: Kakšen pomen za učinkovitost korporativnega upravljanja imajo »kodeksi upravljanja družb« – glede na tip družbe?.....	76
Slika 6.23: Kakšen pomen za učinkovitost korporativnega upravljanja imajo »izjave o upravljanju družb«?	77
Slika 6.24: Kakšen pomen za učinkovitost korporativnega upravljanja imajo »izjave o upravljanju družb« – glede na tip družbe?.....	77

KAZALO TABEL

Tabela 6.1: Pregled vseh odstopanj družb prve kotacije v letih 2011–2014 iz Analize skladnosti s Kodeksom upravljanja javnih delniških družb za obdobje 2011–2014. .	82
Tabela 6.2: Stran začetka izjave o upravljanju glede na število strani celotnega Letnega poročila družbe:	83
Tabela 6.3: Odstotek ponavljajočih se prepisanih pojasnil (glede na vsa pojasnila v tekočem letu):	87
Tabela 6.4: Povprečna dolžina (število besed) posameznega pojasnila v tekočem letu:.....	89
Tabela 6.5: Kakovost pojasnil:.....	90

1 UVOD

»Osnovni cilj delniške družbe, ki opravlja pridobitno dejavnost, je maksimiranje vrednosti družbe,« je zapisano v 1. načelu Kodeksa upravljanja javnih delniških družb (Kodeks 2009). To pa ne pomeni le golega ustvarjanja dobička. Dolgoročno uspešna družba zasleduje predvsem trajnostni razvoj družbe, kar pomeni ustvarjanje vrednosti za vse delničarje (ti si zagotovo želijo zanesljive, stabilne, donosne in dolgoročne naložbe) na dolgi rok. Pri tem mora upoštevati dolgoročne koristi družbe, svoje dolžnosti in pravice do vseh deležnikov pa izvrševati odgovorno in uravnoteženo (tj. upoštevati interese vseh deležnikov). Med družbo in deležniki se mora vzpostaviti učinkovit sistem medsebojnega komuniciranja, s čimer družba gradi svoj ugled in temelje zaupanja, ki je podlaga za uspešne dolgoročne odnose.

Cilji, ki jih družba zasleduje pri opravljanju svoje dejavnosti, se navedejo v statutu družbe. Za učinkovito korporativno upravljanje pa so potrebni tudi učinkoviti in realno zastavljeni cilji družbe, jasno opredeljena pričakovanja, definirane vloge in način delovanja organov, učinkovito sodelovanje med družbo in deležniki ter vnaprej jasne in natančno določene odgovornosti za posamezne naloge. V praksi pa se pogosto pokaže veliko pomanjkljivosti pri poslovnih strategijah, pa tudi pomanjkanje kakovostno oblikovanih sistemov korporativnega upravljanja, kar onemogoča doseganje najvišjih ciljev in trajnostni razvoj. Zato naj bi družba svoje cilje oblikovala in določila v Politiki upravljanja družbe, ki jo skupaj oblikujeta in sprejmeta uprava in nadzorni svet ter o njej informirata vse deležnike. Politika upravljanja je javen dokument in se oblikuje kot zaveza za naprej (in ne razkriva stanja za nazaj). Stanje v preteklem poslovnem obdobju pa izkazuje Izjava o upravljanju družbe. Izjava o upravljanju je osebna izkaznica družbe (Prijović 2015), ki vsem deležnikom omogoča jasen vpogled v prakso upravljanja družbe.

Vse družbe, zavezane k revidiranju, so zakonsko obvezane (70. člen ZGD-1), da zaradi višje stopnje transparentnosti v poslovnem poročilu razkrijejo izjavo o upravljanju, ki vsebuje sklicevanje na: kodeks o upravljanju, ki velja za družbo, z navedbo podatka o javni dostopnosti besedila kodeksa; kodeks o upravljanju, ki ga je družba prostovoljno sklenila uporabljati, z navedbo podatka o javni dostopnosti besedila kodeksa, ter podatke o obsegu odstopanja od kodeksov o upravljanju. Pri

tem je treba razložiti, katerih delov kodeksa o upravljanju družba ne upošteva, in o razlogih za to. Če družba ne uporablja nobene določbe kodeksov o upravljanju, je treba pojasniti razloge za neuporabo (70. člen ZGD-1). Družbe, s katerih vrednostnimi papirji se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev (prva in standardna kotacija), pa morajo skladnost s kodeksom enkrat letno razkriti v posebnem dokumentu, ki je sestavni del izjave o upravljanju, t. i. Izjavi o skladnosti s Kodeksom (Pravila borze, člen 25. in 26.).

Namen kodeksov je zvišati raven standardov korporativnega upravljanja in vodenja družb. Cilj je oblikovati transparenten, učinkovit in razumljiv sistem upravljanja, ki vzbuja zaupanje vlagateljev, zaposlenih in tudi širše javnosti v sistem korporativnega upravljanja. Določbe kodeksov kot avtonomnih pravnih virov niso pravno zavezujoče. Velja pa načelo „spoštuj ali pojasni“, kar pomeni, da morajo družbe odstopanja pojasniti oz. navesti razloge zanj. Odstopanje samo po sebi ne ni negativno ali slabo, saj daje družbi možnost, da oblikujejo lastno poslovno prakso, ki je za posamezno družbo morda primernejša. Pomembnejše je, da se s posameznimi odstopanji, razlogi za to in o družbi lastni praksi seznanijo delničarji in javnost.

Osnovno vodilo pri oblikovanju izjave o upravljanju je premik od želje po popolni skladnosti z načeli kodeksa k ustreznim in kakovostnim pojasnilom ter razkritjem odstopanj od načel kodeksa. Pri tem naj bi družbe uporabile dobro prakso, ki je za posamezno družbo ustreznejša ali primernejša.

2 KAJ JE KORPORATIVNO UPRAVLJANJE?

Je temelj za podpiranje poštenosti, transparentnosti in odgovornosti v družbi (OECD 2004, 11)

2.1 Definicije

Začetek pojma »*corporate governance*« sega na začetek 30. let prejšnjega stoletja. V ZDA sta Bearle in Means v delu »Moderna korporacija in privatna lastnina« ugotovila, da lastniki vodenje velikih podjetij prepuščajo menedžerjem, pri čemer je prihajalo do ločitve med lastnino in vodenjem teh družb (Berle 1932). Kot posledica tega se je pojavilo vprašanje, kako lahko lastnik (principal) doseže, da bo njegovo podjetje, ki ga vodijo managerji (agent), res vodeno v interesu in korist lastnika. Tako imenovani problem principal–agent je tudi središčna točka problematike korporativnega upravljanja (Bohinc 2005, 46), kot bomo videli v nadaljevanju.

Neposreden prevod angleške besedne zveze »*corporate governance*« v slovenski jezik nam ponudi osnovno definicijo. Angleška beseda »*corporate*« izhaja iz latinske besede »*corpus*«, ki pomeni telo oz. celoto. V slovenski jezik jo prevajamo kot »korporativen«, tj. nanašajoč se na korporacijo. Angleška beseda »*governance*« pa izhaja iz latinskega glagola »*gubernare*«, ki pomeni krmariti, voditi, upravljati kaj. Dobesedni prevod »*corporate governance*« bi torej bil: »usmerjanje velike gospodarske družbe«.

Slovenska literatura besedo »korporacija« uporablja v tipologiji pravnih oseb glede na razlikovanje med korporacijami in ustanovami. Korporacija je skupnost oseb, ki so njeni člani, pri čemer spreminjanje članstva ne spremeni pravnega položaja korporacije. Pri ustanovi pa pravno osebo pomeni premoženje, ki ima določen namen, ki je opredeljen z ustanovitvenim aktom. Med korporacije, torej pravne osebe, ki delujejo po članskih načelih, uvrščamo društva, gospodarske družbe (družba z omejeno odgovornostjo, delniška družba in komanditna delniška družba) in zadruge (Bohinc 2005). V vsakdanji rabi pa je drugače, saj se izraz korporacija največkrat uporablja v pomenu gospodarske družbe, in to kapitalske ali celo le delniške, praviloma večjega obsega in sestavljenosti (Bohinc 2005). Pojem

»ameriške« korporacije, ki se nanaša na prevod ameriške besede »*corporation*«, sicer ustreza našemu izrazu gospodarska družba, vendar pa je pomensko mnogo širši, saj vključuje tudi raznovrstne druge pravnoorganizacijske oblike (ameriški pravni sistem ne pozna razlike med ustanovo in korporacijo). Besedna zveza »*corporate governance*« torej pomeni upravljanje korporacij v širšem smislu, to je katerih koli družbenih tvorb, ki jim pravo podeli pravno samostojnost oziroma osebnost, ne glede na njihov pridobitni ali nepridobitni namen oziroma na njihovo javno ali zasebno naravo ter celo ne glede na rimskopravno delitev na korporacije in ustanove (Bohinc 2005, 91). V tej nalogi se izraz korporativno upravljanje uporablja v "ožjem smislu", tj. kot gospodarsko družbo oziroma pridobitno korporacijo.

Naj na tem mestu opozorim še na razlikovanje pri uporabi pojma »korporativen« in »korporacijski«. Pojem »*korporativno*« se nanaša na telo, celoto, uporabljamo pa ga, ko imamo v mislih različne socialne entitete, kot so posamezniki, skupine ljudi, profitne in neprofitne organizacije, regije, države, medtem ko je izraz »*korporacijsko*« mišljen specifično, izrecno ko govorimo o profitnih organizacijah oziroma korporacijah (Podnar 2011). V pričujoči nalogi uporabljam pojem korporativen, predvsem zaradi uveljavljenosti izraza, čeprav se nanaša na gospodarske družbe (korporacije).

Treba je razlikovati tudi med upravljanjem (ang. »*governance*«) in vodenjem (ang. »*management*«), kar je v slovenskem jeziku nekoliko težje. To še posebej velja pri prevajanju iz tuje strokovne literature, saj se oba izraza velikokrat prevajata enako, vendar pa je v kontekstu magistrskega dela med izrazoma pomembna razlika. Vodenje se nanaša na poslovanje (operativni nivo), upravljanje pa na oblikovanje sistema, ki skrbi, da posel teče tekoče in nemoteno. *Upravljanje je proces, skozi katerega lastniki skrbijo za uveljavljanje svojih interesov z izborom in nadzorom posloводства (uprave, direktorja, menedžerja), ki nato vodi poslovanje, s sprejemanjem letnih poročil in odločanjem o delitvi dobička. Temeljni odnosi in odgovornosti so opredeljeni z zakoni, ki določajo tudi standard vestnega in poštenega poslovanja, ki pa se nanaša na vodenje, ne upravljanje. Pri upravljanju zakon izhaja iz predpostavke, da je lastnik v principu vesten, saj skrbi za svojo last* (Starovič 2015).

Korporativno upravljanje je na globalni ravni dobro poznan in uveljavljen izraz, ki pa nima neke enotne definicije. Te so večinoma širše in so v veliki meri odvisne od institucije, v okviru katere se oblikuje, od avtorja, od države in od pravnega sistema; razlike pa so lahko tudi znotraj istega pravnega sistema (družbe v državni lasti, zasebne družbe, javne oz. nejavne delniške družbe ...), ter glede na to, iz katerega interesnega stališča gledamo na korporativno upravljanje.

Z vidika korporacije je namen korporativnega upravljanja zagotovo maksimiranje njegove vrednosti na dolgi rok, ob izpolnjevanju finančnih in drugih zakonskih ter pogodbenih obveznosti. Doseganje dolgotrajne trajnostne vrednosti za delničarje zahteva uravnoteženje interesov delničarjev in finančnikov z ostalimi deležniki: zaposlenimi, kupci, dobavitelji, investitorji in ne nazadnje z okoljem, v katerem podjetje deluje. Z vidika javne politike pa je korporativno upravljanje skrb za družbo ob hkratnem zagotavljanju odgovornosti pri izvajanju moči s strani družbe. Osrednja vloga javne politike je s spodbudami in disciplino zagotoviti podjetju, da se zmanjšajo razlike med zasebnimi in družbenimi donosi ter za zaščito interesov interesnih skupin (World Bank Group 1999, 27).

Termin korporativno upravljanje se do začetka 90. tih let prejšnjega stoletja ni pretirano uporabljal izven ekonomske in poslovne stroke. Izraz se je med splošno javnost razširil šele z odmevnim t. i. Cadburyevim poročilom (ang. Cadbury Report), kjer je korporativno upravljanje definirano kot sistem, prek katerega so družbe vodene in kontrolirane¹ (Cadbury Report 1992, točka 2.5). Kratke definicije se drži tudi Svetovna banka, ki pravi, da se »korporativno upravljanje nanaša na strukture in procese vodenja in nadzora družb«.

Nekoliko razširjena definicija je v Načelih korporativnega upravljanja, ki jih je pripravila Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD²), kjer je korporativno upravljanje opisano kot: sklop odnosov in mehanizmov, ki uravnavajo medsebojna razmerja med tistimi, ki upravljajo sredstva korporacij, in tistimi, ki ta sredstva (finančna in nefinančna) prispevajo, tj. med vodstvom družbe

¹ Ang. »corporate governance is the system by which companies are directed and controlled«

² Ang. »Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD« je mednarodna gospodarska organizacija razvitih držav, ki oblikujejo svetovne standarde in načela v gospodarskih ter razvojnih politikah, mednje od leta 2010 spada tudi Republika Slovenija.

(managementom), organom nadzora (»odbor«)³, delničarji in drugimi interesnimi skupinami. Korporativno upravljanje določa tudi strukturo oz. organiziranost, ki podpira cilje družbe, sredstva za doseganje le teh ter spremljanje rezultatov. Dobro korporativno upravljanje mora članom organa nadzora in menedžmentu zagotavljati ustrezne spodbude za doseganje ciljev, ki so v interesu družbe in njenih delničarjev ter zagotavljati učinkovit nadzor (OECD 2015).

Drugačen pogled nam v svoji raziskavi o korporativnem upravljanju ponudita Shleifer in Vishny, ki v duhu teorije zastopanja⁴ pravita, da gre pri korporativnem upravljanju za to, kako lastniki prepričajo menedžerje, da jim vrnejo denar⁵ (Shleifer 1997, 738).

Ne glede na to, da ne obstaja ena sama univerzalna definicija, pa ima, gledano iz stališča družbe, korporativno upravljanje nekatere skupne značilnosti (IFC 2007):

- **Korporativno upravljanje je sistem strukturno in postopkovno opredeljenih odnosov.** Med organi družbe je vzpostavljeno določeno razmerje, skupek postopkov in medsebojnih odgovornosti. Delničarji tako zagotavljajo kapital z namenom uresničitve donosa in izbirajo nadzorni svet. Nadzorni svet nadzoruje poslovanje uprave in opozarja na morebitne nepravilnosti, uprava sklicuje skupščino in jim predloži rezultate svojega dela, delničarji na skupščini uveljavljajo svoje pravice ipd.
- **Ti odnosi lahko zajemajo strani z različnimi in včasih celo nasprotujočimi si interesi.** Med posameznimi organi upravljanja v družbi lahko obstajajo različni interesi. Najpogostejši so nasproti interesi med lastniki in organom vodenja (t. i. teorija zastopanja oz. problem »principal-agent«), večinskim in

³ OECD Načel ne postavljajo v ospredje nobene določene oblike organiziranosti. Termin »odbor« se tako nanaša na različne modele organiziranosti upravljavskih odborov, ki se uporabljajo v posameznih državah članicah OECD in v nečlanicah. V tipičnem dvotirnem sistemu upravljanja se termin odbor nanaša na nadzorni svet, termin »izvršni direktorji« pa na »upravo«. V enotirnih sistemih, kjer enoten odbor nadzoruje notranji revizijski organ, pa se v prilagojeni obliki (mutatis mutandis) uporabljajo Načela, ki sicer veljajo za odbor. Za lažje ločevanje funkcij je v tem delu uporabljen termin »organ nadzora«

⁴ Teorija zastopanja je nastala z ločitvijo upravljavske funkcije od financiranja družbe, pri čemer se je pojavilo temeljno vprašanje, kako delničarjem zagotoviti donos na njihov vloženi kapital. Več o tem v poglavju 2.4.2.

⁵ Ang. »... *how investors get the managers to give them back their money.*«

manjšinskimi delničarji, pa tudi znotraj samega organa (izvršni/neizvršni člani upravnega odbora, notranji/ zunanji člani ...).

- **Vse strani sodelujejo pri vodenju in nadziranju družbe.** Skupščina delničarjev je odgovorna za osnovne odločitve (npr. razdelitev dobička), neizvršni direktorji v enotirnem sistemu upravljanja oz. nadzorni svet v dvotirnem sistemu upravljanja so odgovorni za usmeritev in nadzor ter oblikovanje strategij družbe in nadzorovanje izvršnih direktorjev. Izvršni direktorji (oz. uprava v dvotirnem sistemu) pa je odgovorna za vodenje vsakodnevnih poslov.
- **Vse to se opravlja z namenom, da se prek pravilne razporeditve pravic in odgovornosti omogoči dolgoročen razvoj in povečevanje vrednosti delnic.**

Mnogi mednarodni predpisi (med njimi tudi OECD Načela, obravnavana v poglavju 2.5) se ukvarjajo z vlogo oz. odnosi med družbo in različnimi interesnimi skupinami (investitorji, zaposleni, dobavitelji, kupci, regulatorji, država ...). Interes posameznika ali institucije lahko izhaja iz zakonskega predpisa oz. družbenega dogovora ali pa je posledica določenih socialnih oz. geografskih odnosov. V preteklosti je prevladovalo mnenje, da interesne skupine glede na družbo nimajo nobenih pravic razen tistih, ki so določena zakonsko ali z družbenim dogovorom. Danes pa vedno bolj pa prevladuje splošno soglasje, da moderna družba z neupoštevanjem različnih deležnikov ne more učinkovito poslovati. Posamezna družba namreč deluje v določenem okolju, kjer je nujno povezana in vpeta v medsebojne odnose vseh interesnih skupin. Pri tem seveda ne gre pozabiti na enakovredno obravnavanje vseh deležnikov, saj družba, ki določen interes brezpogojno postavi pred drugega, na dolgi rok ne more biti konkurenčna. Konkurenčnost in uspešnost družbe je torej rezultat timskega dela, ki zagotavlja stalen dotok resursov (investitorjev, človeški kapital-zaposlene, dobavitelje, upnike ...). V kakšni meri posamezne interesne skupine sodelujejo v korporativnem upravljanju, je odvisno od prakse in zakonov v posamezni državi (primer so predstavniki zaposlenih v organih upravljanja in nadzora).

Korporativno upravljanje lahko torej opredelimo kot sistem vodenja in nadziranja družbe, ki opredeljuje porazdelitev pravic in dolžnosti med različne interesne skupine v družbi, kot so nadzorni svet, uprava, delničarji, dobavitelji in drugi deležniki. Vsi pa

delujejo znotraj določenih okvirov postavljenih bodisi z zakonodajo, regulativami, priporočili ali z odzivom javnosti.

2.2 Razvoj korporativnega upravljanja

Kot že omenjeno, je termin »korporativno upravljanje« dokaj mlad, sam koncept družbe pa sega daleč nazaj v zgodovino, modeli korporativnega upravljanja pa so se razvijali kot odziv na propad družb ali sistemsko krizo.

Po nekaterih teorijah naj bi družbo kot termin poznal že Hamurabijev zakonik, vsekakor pa pravi začetek sodobne gospodarske družbe prinašajo velike prekomorske kolonialne družbe, ki so nastale v 17. stoletju, s koncentracijo kapitala, ki so ga potrebovale ne samo za izgradnjo ladjevja, temveč tudi za izkoriščanje na novo osvojenih kolonij.

Širitev trgovine prek morja je zahtevala nove kapitalske trge, saj so potovanja zahtevala več časa, predstavljala večje tveganje in povzročala več stroškov za gradnjo ladjevja. Trgovci so potovanje financirali s prenesenim čistim dobičkom, s kreditom, prodajanjem obveznic, s sprejemanjem depozitov ali pa z večanjem kapitala z iskanjem novih partnerjev in izdajo delnic. Prva potovanja so bila financirana s prenesenimi čistimi dobički prejšnjih potovanj in širitvijo partnerstev, z rastjo pa so nastajala večja partnerstva in vzpostavitev trajnejših podjetij, ki so prodajala lastniške deleže. Ekspedicije prek morja so bile dražje, saj je bila razdalja daljša in je vzela več časa, kapital pa je tako moral ostati vezan za daljše obdobje. Rešitev so našli v prilagajanju obstoječe organizacije: da bi privlačili kapital in razpršili tveganje, so začeli prodajati deleže delnic v tuje družbe. Vsi delničarji so bili solastniki in so odgovarjali z omejeno odgovornostjo. 1602 je bila z združitvijo različnih začetnih družb ustanovljena vzhodnoindijska družba (ang. »*East India Company*«). Ena prvih delniških družb z neomejenimi pooblastili za celotno trgovino z Indijo, pa tudi za območje celotne Jugovzhodne Azije ter Vzhodne Azije (predvsem Kitajske).

Tovrstne družbe so bile državno koncesionirane (in nadzorovane) družbe, ki so imele velika pooblastila tudi na političnem področju. Za ustanovitev je bila potrebna koncesija oz. dovoljenje v obliki kraljeve listine. Na začetku so bile te družbe

organizirane samo za eno potovanje, ko pa je bila izvedljivost in dobičkonosnost ekspedicij dokazana, so imeli vsi udeleženci seveda interes, da se te ekspedicije ponovijo. Da bi se izognili transakcijskim stroškom, povezanim z ustanovitvijo in razpuščanjem družb za vsako posamično potovanje, so družbam sčasoma podaljšali obdobje obstoja. Značilno za te družbe je bilo, da jo je upravljala tista oseba, ki jo je kralj dosmrtno imenoval, drugi delničarji so imeli le premoženjske pravice. 1623 je nizozemsko-vzhodnoindijska družba pridobila dovoljenje, da lahko postane trajna družba, s čimer so delničarji po eni strani izgubili moč, da se lahko kadarkoli umaknejo po drugi strani pa pridobili pravico do prodaje svojih delnic brez soglasja ostalih lastnikov. V 17. stoletju sledi porast števila tovrstnih družb. Vodstvu države je bilo v interesu, da družba čim bolj donosno posluje, saj večja kot je bila dobičkonosnost družbe, več je lahko parlament zaračunal za »status družbe« in interesi so postajali tako vse bolj zasebni. 1711 so ustanovili t. i. South Sea Company za trgovanje v latinski Ameriki z glavnim namenom, da prevzame angleške državne dolgove, kar se je končalo s podkupovanjem in visoko precenjeno vrednostjo delnice družbe. Kljub vsemu se je koncesijski sistem ohranil vse do druge polovice 18. stoletja, po razmahu svobodne trgovine pa je prišlo do sprememb. Že leta 1834 so bili sprejeti manj strogi pogoji za ustanavljanje nekoncesioniranih družb. Z željo po izogitvi stroškom ter zamudnim pridobivanjem dovoljenj, so lahko ustanovili družbo na podlagi pooblastil (angl. »*letters patent*«), s katerimi so pridobili tudi pravico, da lahko tožijo in so toženi.

V Veliki Britaniji je bil leta 1844 sprejet zakon, t. i. Joint Stock Companies Registration and Regulation Act, s katerim je bila omogočena ustanovitev družbe z registracijo (ne več le s kraljevo listino ali privoljenjem parlamenta), zahteval pa je tudi, da se vse družbe s prenosljivimi delnicami oz. več kot 25 člani registrirajo kot delniške družbe (ang. »*public corporations*«). Razvoj in razmah železniške industrije je zahteval večje investicije, kar je vodilo povečanje števila delničarjev in razvoj aktivnih trgov vrednostnih papirjev po Angliji ter ločitev investorjev od vodstva družbe. Z zakonom (Limited Liability Act) deset let kasneje (1855), ko je bila omogočena tudi ustanovitev družbe z omejeno odgovornostjo, je bilo tako omogočeno pospešeno zbiranje kapitala in prišlo je do ustanavljanja številnih novih družb. Družba je postala dokončna priznana kot samostojna pravna oseba, odgovornost delničarjev je bila omejena glede na število polno vplačanih delnic

(delničarji, ki so v celoti vplačali vse delnice, niso bili odgovorni za kakršnekoli dolgove družbe do upnikov). Leta 1862 so z novim zakonom o družbah, t. i. English Companies Act v Veliki Britaniji prvi sprejeli normativni sistem ustanavljanja družb in s tem dosegli preprostejši postopek ustanovitve, saj niso potrebovali dovoljenja države. Zakon je veljal tako za družbe z omejeno kot neomejeno odgovornostjo, ki jih je lahko ustanovilo sedem ali več oseb s podpisom memorandumu o pridružitvi. Ob koncu 19. stoletja je bil normativni sistem sprejet že v vseh kapitalističnih državah, le v Avstriji je koncesijski sistem veljal še do leta 1918.

Medsebojno povezan in skladen sistem norm je prinesel zasebno svobodo pri organizaciji, koncentraciji in angažiranju kapitala. V 20. stoletju smo tako priča uveljavljanju novih standardov upravljanja, kamor so se začele vključevati tako mednarodne institucije (npr. OECD) kot tudi nacionalni odbori po posameznih državah. Pojavilo se je prepričanje, da je za učinkovito upravljanje podjetij pomembno sprejeti splošna pravila, formalnopravni okvir in usmeritev za podjetja. Tako so po vsem svetu nastali bolj ali manj različni kodeksi upravljanja podjetij in različna priporočila, ki so jih izdale mednarodne institucije oz. posamezne države.

2.3 Pomen učinkovitega korporativnega upravljanja

Korporativno upravljanje se nanaša na odnose med menedžmentom, nadzornimi sveti, večinskimi in manjšinskimi delničarji ter drugimi deležniki. Dobro korporativno upravljanje prispeva k trajnostnemu gospodarskemu razvoju, tako da povečuje uspešnost podjetij in dostop do zunanjega kapitala (Svetovna banka). Odgovornost, učinkovitost in transparentnost lastnikov in regulatorjev gradijo zaupanje. Dobro upravljana podjetja imajo nižje finančna in nefinančna tveganja in ustvarjajo višje donose delničarjem. Imajo tudi boljši dostop do zunanjega financiranja in zmanjšujejo sistemsko tveganje zaradi podjetniških kriz in finančnih škandalov. Zanesljivo računovodsko poročanje, pravočasna razkritja, boljši organi vodenja in nadzora ter odgovorno upravljanje omogočajo razvoj močnejših kapitalskih trgov. Posamezna država tako lažje aktivira, dodeljuje in spremlja naložbe, ustvarjajo se nova delovna mesta in gospodarska rast. Z boljšim nadzorom in spremljanjem upravljanja družb se lahko zazna potencialna neučinkovitost ter zmanjša tudi občutljivosti na finančno krizo. Svetovna banka v svoji izjavi o podpori razvoja korporativnega upravljanja pri

razvojnih finančnih institucijah navaja naslednje argumente, zakaj je korporativno upravljanje pomembno (IFC 2007):

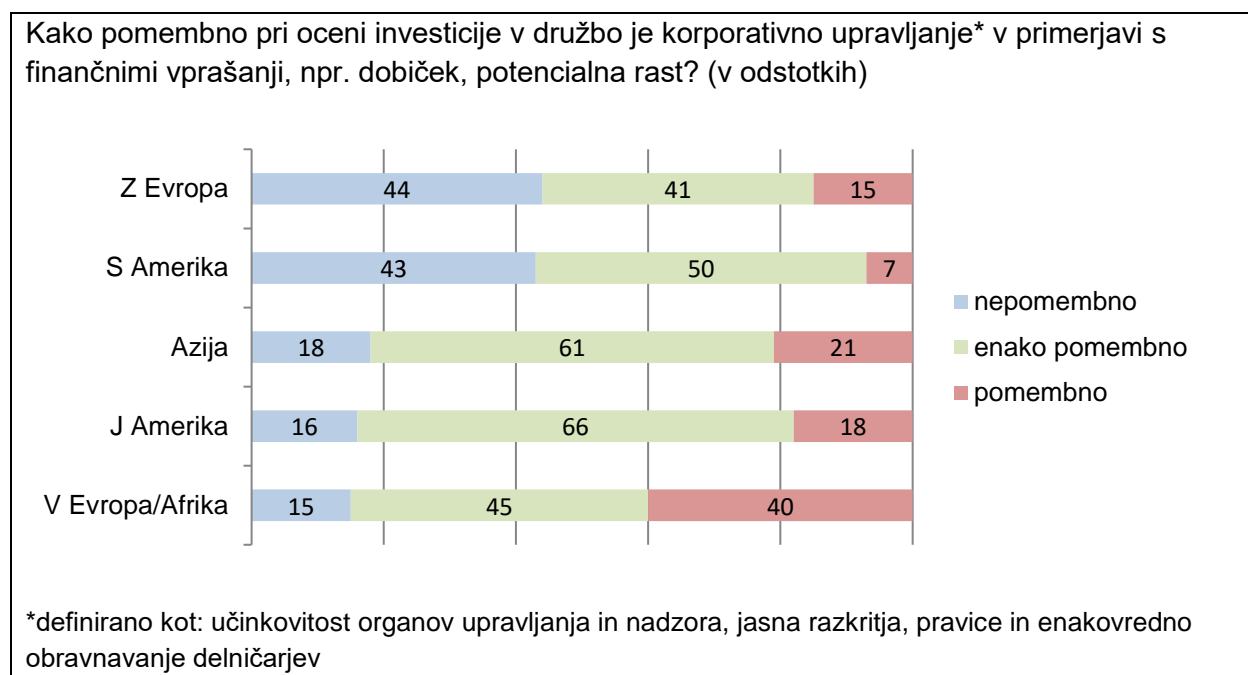
- Večja učinkovitost.

Spoštovanje standardov korporativnega upravljanja lahko prinese podjetju boljše rezultate, saj se z vzpostavitvijo sistema odgovornosti zmanjšuje tudi tveganje prevar s strani zaposlenih, poleg tega pa ustrezno vzpostavljene strukture in procesi (jasna razdelitev vlog in obveznosti) izboljšajo proces odločanja in racionalizirajo vse poslovne procese v podjetju.

- Dostop do kapitala.

Sistem preglednega korporativnega upravljanja lahko vpliva na to, kako lahko (ali težko) podjetje dostopa do trga kapitala. Vlagatelji podjetjem, ki so ustrezno upravljana, bolj zaupajo. Globalna raziskava o mnenju vlagateljev, ki jo je leta 2002 izvedla družba McKinsey & Company, kaže, da večina vlagateljev pri odločanju o investiranju v neko gospodarsko družbo korporativnemu upravljanju pripisuje enako ali celo večjo pomembnost, kot je npr. dobiček ali potencialna rast (slika 2.1). Velika večina je pripravljena celo plačati določeno premijo za družbe z dobrim korporativnim upravljanjem. Vse to je še toliko bolj drži za države v razvoju, kjer je pravna zaščita delničarjev in upnikov slabša.

Slika 2.1: Pomembnost korporativnega upravljanja v primerjavi s finančnimi vprašanji



Vir: McKinsey & Company (2002).

- Boljši odnosi z deležniki.

Osnove dobrega korporativnega upravljanja so transparentnost, dostopnost, učinkovitost, pravočasnost, popolnost in točnost informacij na vseh nivojih. Tudi če so informacije negativne, delničarji v njih vidijo večje koristi, kot če so v negotovosti. Boljše upravljanje podjetij vodi k preglednosti in boljšim razkritjem, s čimer je dana priložnost za vzpostavitev odnosov z vsemi zainteresiranimi stranmi na bolj pošten in produktiven način.

- Razvoj kapitalskih trgov.

Spodbujanje dobrega korporativnega upravljanja pomaga razvijati kapitalske trge v daljšem časovnem obdobju. Nasprotno pa slabo korporativno upravljanje ogroža integriteto trga vrednostnih papirjev, s čimer ta postaja manj priljubljen naložbeni kanal.

- Zmanjševanje naložbenega tveganja, ugodnejše pridobivanje novega kapitala in večja dodana vrednost.

Cena kapitala je odvisna od nivoja tveganja, ki ga vlagatelji pripisujejo družbi. Večje je tveganje, večja je cena kapitala. Če so pravice vlagateljev adekvatno zaščitene, se lahko cena lastniškega in dolžniškega kapitala zmanjša. Implementacija dobrega sistema korporativnega upravljanja prispeva k temu, da si družba pridobi nižje obrestne mere in daljše roke odplačila kreditov.

- Preprečevanje tveganja izgube ugleda.

Ugled in prepoznavnost gospodarske družbe predstavlja integralni (nematerialni) del njenih sredstev. Dobra praksa korporativnega upravljanja (spoštovanje pravic delničarjev, upnikov, transparentnost, odgovornost ...) prispeva k boljšemu ugledu v javnosti in dobremu imenu (ang. »*goodwill*«), ki nastane kot posledica dobrega odnosa med poslovanjem in strankami podjetja. To prinese večje zaupanje v proizvode in s tem dobičkonosnejše poslovanje, poleg tega pa ima dobro ime družbe tudi pomembno težo pri ocenjevanju njene vrednosti⁶.

Pomen dobrega korporativnega upravljanja ima še toliko večjo razsežnost ob zavedanju, da slab sistem vodi v neučinkovito uporabo virov, slabe konkurenčne

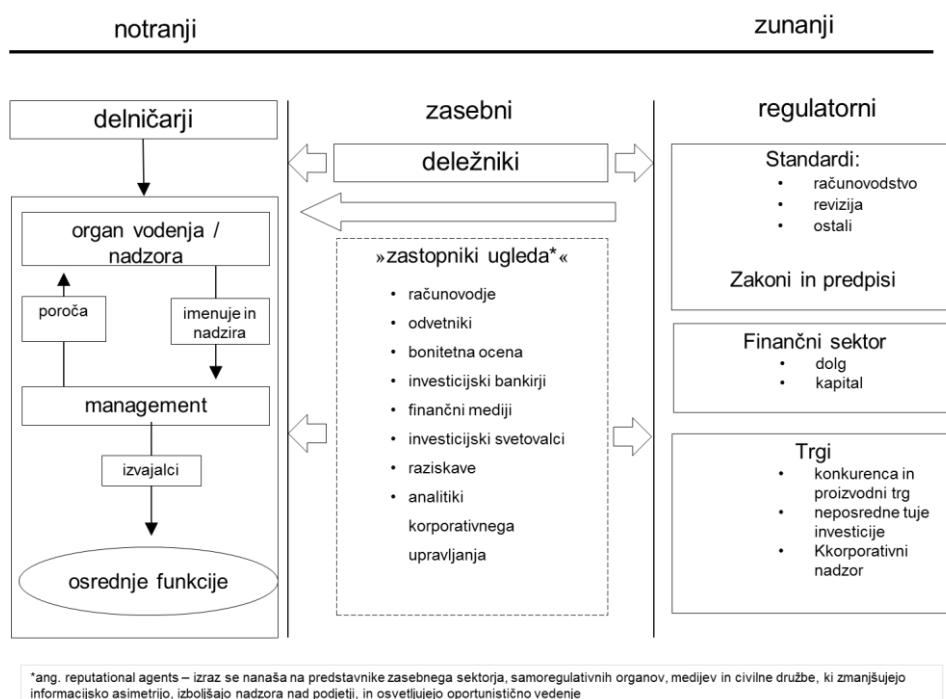
⁶ »*Goodwill*« ali dobro ime skladno s Slovenskimi računovodskimi standardi pomeni presežek nabavne vrednosti podjetja nad določljivo pošteno vrednostjo (tj. torej tista razlika, ki jo kupec plača več kot je poštena vrednost družbe, ki se kupuje).

možnosti in zato zavira razvoj in ustvarjanje dobičkov. Za družbe je najbolj usodna izguba zaupanja investorjev, ki spoznajo, da način upravljanja posamezne družbe ogroža njihov interes. V tem primeru se investitorji, lastniki kapitala, preprosto odločijo za varnejše naložbe, kar pomeni izstopanje delničarjev iz gospodarskih družb. In ko nihče noče biti lastnik, pride do likvidacije družbe, če je taka izguba zaupanja v gospodarstvu masovna, to lahko povzroči verižno reakcijo padanja borznih indeksov, stečajev podjetij in gospodarsko krizo (Bajuk 2010).

2.4 Okvir korporativnega upravljanja

Učinkovito korporativno upravljanje zahteva zdravo pravno, regulatorno in institucionalno podlago, ki je temelj, na katerega se lahko udeleženci na trgu zanesejo pri vzpostavitvi pogodbenih razmerij. Okvir korporativnega upravljanja vsebuje elemente zakonodaje, regulacije, samoregulacije, prostovoljnih obvez in poslovnih praks, ki so rezultat specifičnih okoliščin, zgodovine in tradicije v državi in optimalna kombinacija vseh se spreminja od države do države. Notranji okvir opredeljuje razmerje med ključnimi akterji v družbi, zunanja pravila zagotavljajo enake konkurenčne pogoje za vse deležnike (slika 2.2).

Slika 2.2: Notranji in zunanji okvir upravljanja podjetja



Vir: World Bank Group (2000, 4).

Zakonodajni in regulatorni okvir korporativnega upravljanja dopolnjujejo t. i. nezavezujoči ukrepi (ang. »*soft law*«), ki temeljijo na principu »spoštuj ali pojasni«. S tem je dopuščena fleksibilnost in poudarjena osredotočenost na posebnosti posameznih družb. Kar deluje v eni družbi, za enega vlagatelja ali določenega deležnika, še ne pomeni, da se lahko prenese na vse družbe, vlagatelje ali deležnike, ki delujejo v drugačnih okoliščinah. Z razvojem in novimi izkušnjami in ko se okoliščine poslovanja spremenijo je treba okvirje korporativnega upravljanja pregledati in jih po potrebi prilagoditi ali postaviti nove. Najboljša praksa korporativnega upravljanja je torej določena s kombinacijo (Coyle, B. 2005):

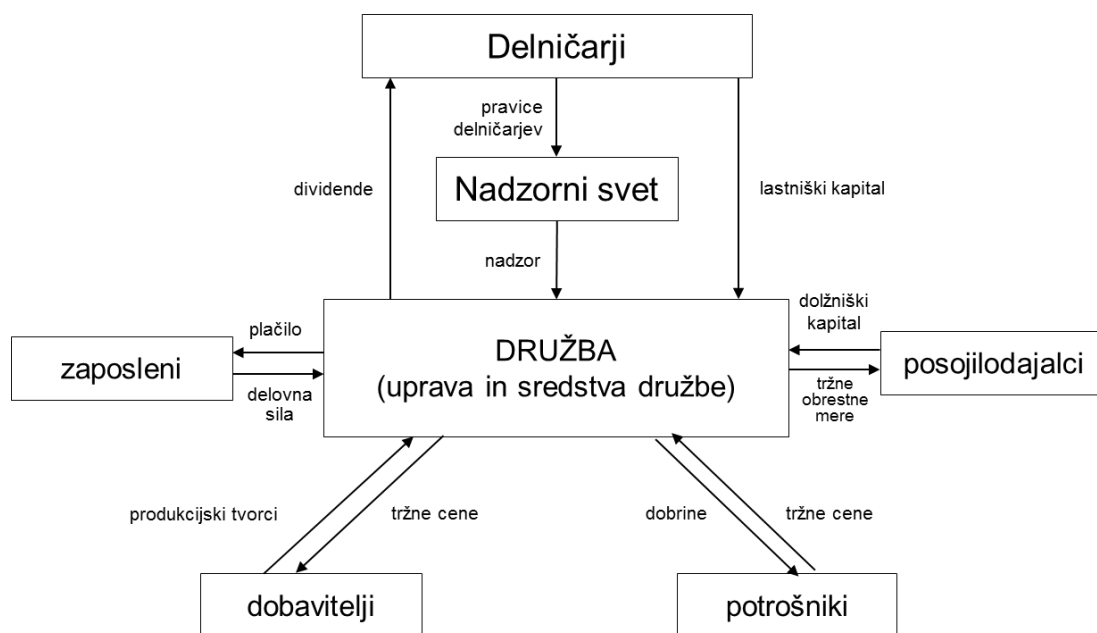
- zakonodaje,
- predpisov in
- kodeksov upravljanja in institucionalnih smernic.

2.4.1 Udeleženci korporativnega upravljanja

Zakaj sploh pride do ustanovitve gospodarskih družb in kakšno korporativno upravljanje je učinkovito ter prispeva k izpolnitvi obljube subjektu, ki je investiral v pravno osebo, da mu bo ta izpolnila dano začetno obljubo? Investitorji (lastniki) v zameno za svojo investicijo v pravno osebo namreč dobijo samo obljubo, da bo prišlo do prihodnjih plačil v obliki dividend ali porasta prvotne investicije, ta obljuba pa ni številčno določena (Zajc 2004). Splošen odgovor bi bil, da so družbe ustanovljene takrat, ko so pogodbeni odnosi na trgu »dražji« od delovanja družbe in da imajo družbe določene cilje, ki so neposreden vzrok njihovi ustanovitvi in delovanju (Zajc 2004).

Formalna struktura korporativnega upravljanja je razdeljena na primarno skupino: lastniki (delničarji), uprava in nadzorni svet; ter sekundarno skupino, kamor sodijo različne interesne skupine (oz. deležniki): zaposleni, posojilodajalci, potrošniki, dobavitelji ipd. (slika 2.3).

Slika 2.3: Struktura primarnih in sekundarnih udeležencev korporativnega upravljanja



Vir: Blair (v Zajc 2004, 42).

2.4.2 Interes delničarjev ali interes deležnikov

O načinu in intenzivnosti vključevanja udeležencev v upravljanje družbe v ekonomski teoriji prevladujeta dva pristopa, ki se razlikujeta glede na to, kateri interes je treba pri delovanju družbe zasledovati: interes delničarjev (ang. »*shareholder theory*«) ali interes deležnikov (ang. »*stakeholder theory*«).

Prvi je pristop upravljanja, ki temelji na podmeni, da je treba pri delovanju družbe zasledovati le interes delničarjev kot lastnikov enot lastniškega kapitala, tj. delnic. Ta pristop so zagovarjali liberalni ekonomisti zlasti v sedemdesetih in osemdesetih letih prejšnjega stoletja. Edina družbena odgovornost podjetja naj bi bila tako v povečevanju dobička v okviru določenih pravnih pravil in pravil svobodnega trga in zagotavljanju čim več denarja delničarjem (Friedman 1962). Lastniki so tako za vloženi kapital in tveganje plačani z dobičkom, drugi deležniki pa so na družbo vezani s pogodbenim odnosom, ki jim zagotavlja neko fiksno plačilo: plače, davki, obresti ipd.

Kot protiutež delničarskemu pristopu se je razvil deležniški pristop oz. model interesnih skupin oz. deležnikov. Deležniki so katerakoli skupina ali posameznik, ki lahko vpliva ali pa je vplivan s strani družbe (organizacije), ko ta skuša dosežati svoje cilje (Freeman 2001, 4). Model vključevanja deležnikov menedžerju nalaga, da mora enakovredno zadovoljevati interese vseh udeležencev, ki ga obdajajo. Interesne skupine lahko uvrstimo dve skupini (Jaklič 2005): primarne, ki predstavljajo neposredne povezave, nujne za izvajanje osnovnega poslanstva podjetja (lastniki, zaposleni, kupci, dobavitelji, konkurenca, posojilodajalci, prodajalci), ter sekundarne, ki predstavljajo družbene skupine, ki izražajo interes zaradi aktivnosti podjetja in so posredno povezani z osnovnim poslanstvom podjetja (lokalne skupnosti, družbeni aktivisti, mediji, poslovno-interesne skupine, vlada, javnost). V zvezi z vključevanjem udeležencev pa se pojavlja tudi pojem družbene in okoljske odgovornosti, ki naj presega ekonomske interese družbe in je nadgradnja ekonomske in zakonske odgovornosti (Jaklič 2005).

2.4.3 Problem zastopanja

Primitiven koncept sodobnega korporativnega upravljanja je opisoval že Adam Smith leta 1776 v svojem delu Bogastvo narodov, kjer je glede strukture korporativnega upravljanja zapisal: »*Trgovino delniške družbe zmeraj vodi svet ravnateljev*⁷. *V številnih pogledih se sicer rad podreja nadzoru vrhovnega sveta lastnikov*⁸«, o delničarjih: » ... *Ampak ti lastniki se večinoma bolj redko pretvarjajo, da se vsaj malo spoznajo na posle svoje družbe ..., marveč zadovoljno sprejemajo takšne polletne ali letne dividende, kakršne se zdijo primerne ravnateljem.*« O vodenju družbe in z njimi povezanimi težavami korporativnega upravljanja pa: »*Ker pa je denar, ki ga upravljajo ravnatelji takšnih družb, bolj tuj kakor njihov, ni mogoče upravičeno pričakovati, da ga bodo varovali z enako prizadevno budnostjo, s kakršno pazijo na svoj denar partnerji v zasebnem lastništvu ... Potemtakem bosta pri poslovanju takšne družbe vedno bolj ali manj prevladovali neskrbnost in potrata*« (Smith 1776, 401–402).

⁷ Ang. »*court of directors*«, kar je danes »upravni odbor«.

⁸ Ang. »*court of proprietors*«, kar so danes delničarji na skupščini.

Vprašanje, katere interese zastopati pri upravljanju družbe in s tem povezani izzivi korporativnega upravljanja obstajajo, odkar obstaja ločitev funkcije lastništva od funkcije upravljanja družbe, vendar v teh zgodnjih leti zaradi relativne majhnosti borznega trga in pasivnih investitorjev, »problem« zastopanja ni imel pomembnejše vloge v ekonomiji ali politiki.

Prvi izzivi, kako odgovoriti na teorije o obstoju lastnega interesa pred skupno lastnino, so se pojavili že v prvi polovici 20. stoletja. Berle in Means sta 1932 objavila knjigo »*The Modern Corporation and Private Property*«, kjer opisujeta razvoj gospodarstva v Združenih državah Amerike skozi prizmo prava in ekonomije. Ugotovila sta, da lastniki družb ne vodijo sami, ampak to prepuščajo zunanjim strokovnjakom (menedžerjem), pri čemer prihaja do ločitve med lastnino in upravljanjem. Prva sta izpostavila problem, ki ga je povzročila ločitev lastništva in upravljanja. Delničarji (lastniki) ne morejo učinkovito nadzirati menedžmenta, ki je bil v sami osnovi imenovan s strani delničarjev, z namenom zastopanja njihovih interesov. Njuna osnovna ideja je bila, da ima upravljavec družbe (management) naravno težnjo po ustvarjanju lastnega bogastva in zapravljanju resursov družbe na račun lastnikov. Na podlagi te ideje se je kasneje v sedemdesetih letih prejšnjega stoletja oblikoval koncept t. i. teorije zastopanja (ang. »*agency theory*«).

Naj pri tem omenim, da sta Berle in Means proučevala ameriška podjetja, za katera je značilno razpršeno lastništvo, kar je nasploh tudi danes temeljna značilnost ameriških velikih korporacij (Bohinc 2005). Nasprotno pa je za evropske (kontinentalne) države značilno prevladujoče lastništvo (enega ali več družbenikov), zaradi česar je problem zastopanja zamenjal drug konflikt. Večinski delničar ima namreč dovolj moči, da doseže vodenje družbe v svojem interesu, prihaja pa ravno zaradi tega do konflikta interesov med večinskim delničarjem in manjšinskimi delničarji (Bohinc 2005). Te razlike v strukturi delničarjev pogojujejo tudi pravne rešitve v kodeksih korporativnega upravljanja, kot bomo videli v nadaljevanju.

Leta 1976 sta Michael C. Jensen in William H. Meckling v strokovni reviji »*Journal Of Financial Economics*« objavila članek »*The Theory of Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and ownership structure*«, ki zaznamuje začetek teorije zastopanja. Bistvo teorije zastopanja je »problem«, kako lahko subjekt A motivira subjekt B, da

deluje v korist subjekta A in pri tem ne sledi lastnim interesom. V korporativnem okolju je subjekt A investitor (lastnik, delničar) oz. principal, subjekt B pa je direktor družbe (menedžment) oz. zastopnik. Zastopniki lahko včasih sledijo drugačnim ciljem kot principal (npr. izvajajo velike investicije, pri tem pa ne ustvarjajo dividend, kar je želja lastnikov, izkoriščajo privilegije v osebno korist, podpirajo svoje priljubljene projekte, spodbujajo prekomerno rast družbe in si s tem povečujejo moč ...), delajo nepošteno in včasih celo nekompetentno. Medtem ko si lastniki želijo iz svojih naložb iztisniti čim večji donos imajo menedžerji interes po mobilizaciji čim večjega kapitala za svoje koristi (Rus 2011). Zastopnik je o relevantnih dejstvih in okoliščinah posla po navadi tudi bolje informiran in ima zato večjo spodbudo, da deluje oportunistično.

Ta konflikt obeh interesov pripelje do tega, da menedžerji ne uporabijo vseh vzvodov za maksimiranje donosa, kar lastnikom predstavlja strošek. Problem principala in zastopnika oz. ureditve njunega medsebojnega razmerja se tako posledično izrazi tudi v zastopniških stroških: stroški sestavljanja pogodbe med principalom in agentom, nadzor agenta s strani principala, stroški zavez agenta in rezidualna izguba oz. izguba, ki nastane principalu, ker zastopniško razmerje ni optimalno (Jensen 1976). Da bi principal »prisilil« agenta, da deluje v principalovem interesu, je agenta treba motivirati na podlagi formalnih ali neformalnih pravil ali institucij, da maksimizira poleg svoje tudi blaginjo principala (Zajc 2004).

Kot rešitev problema minimiziranja stroškov zastopanja se ponujata dve možnosti: nadzor ali ponovno združitev lastniške z upravljavsko funkcijo (Rus 2011). Medtem ko skuša slednji preseči razkorak interesov med principalami in zastopniki, da bi le ti čim bolj poistovetili z interesi lastnikov, gre pri nadzoru za dva tipa nadzora: direkten ali indirekten. Pri neposrednem nadzoru nadzorni sveti in skupščina delničarjev izvajajo nadzor (ki je zaradi asimetrije informacij nepoln) nad delom najetih menedžerjev. Alternativa neposrednemu pa je posreden nadzor učinkov trgov: trg vrednostnih papirjev, kjer nižanje cen delnice pomeni zaostajanje za konkurenco, kar lahko navede delničarje k zamenjavi vodstva; trg menedžerskega talenta, ki vrednoti posameznega managerja glede na vse druge kandidate za managerske posle in se investitorji lahko hitro odločijo za zamenjavo; trg prevzemov, kjer ob prevzemu obstoječa managerska ekipa navadno izgubi službo, nekdanji delničarji pa se umaknejo z dobičkom, ki izhaja iz prevzemne premije in ne njihove (podcenjene) tržne vrednosti (Rus 2011).

Teorija zastopanja ostaja pomembna tema stroke korporativnega upravljanja, saj vpliva na strukturo in sestavo organov vodenja in nadzora, na obvezna razkritja ter na nenehno vzpostavljanje ravnovesja moči med delničarji in menedžmentom. Eden izmed ciljev zakonodaje in institucij, ki vplivajo na delovanje družbe, je določiti pravila in institucije, ki minimizirajo stroške delovanja družbe, torej tudi stroške, povezane z ločitvijo lastništva in upravljanja, zaradi maksimiziranja ciljev delničarjev (Zajc 2004). Ločitev lastništva in upravljanja v gospodarskih družbah je torej eden izmed dejavnikov, ki vpliva na stroške delovanja družbe, s tem da seveda prinaša tudi nekatere koristi, saj se drugače ta ločitev sploh ne bi pojavila. Tako je npr. omogočena specializacija osebja (specifično znanje, ki je potrebno pri odločanju na vseh stopnjah znotraj družbe, je razpršeno med več oseb), ločitev lastništva in upravljanja pa lahko pod določenimi pogoji precej pripomore k temu, da je tveganje učinkovito porazdeljeno (Zajc 2004).

Vzporedno s teorijo zastopanja se je oblikovala t. i. zaupniška teorija (ang. »*stewardship theory*«), ki je bolj sociološko psihološki pristop in temelji na kolektivizmu in zaupanju. Po tej teoriji zastopnik postane zaupnik, ki s svojim vedenjem signalizira lastnikom, da deluje v njegovem interesu. Zaupniki zasledujejo interese lastnikov, tako da postavijo cilje družbe pred lastne cilje. Osnovna predpostavka te teorije je, da zaupnik (zastopnik) zaradi zadostne notranje motivacije lahko dosežejo tako dobre poslovne rezultate, kot si jih sami želijo (Šink 2003). Odnos torej temelji na zaupanju, kar pomeni odpravo ukrepov nadzora in kontrole, kar pomeni veliko nižje stroške v primerjavi s teorijo zastopanja. Ker torej lastniki ne dvomijo, tudi zaupniki niso obremenjeni s predhodnim dvomom, torej ne pričakujejo kontrol (Šink 2003). Vendar pa se hkrati poveča tveganje lastnikov, katerih vsa garancija je zaupanje.

2.4.4 Različni sistemi upravljanja družb

Dandanes sta uveljavljena predvsem dva sistema vodenja in obvladovanja gospodarskih družb: enotirni, ki ob skupščini delničarjev v središče odločanja postavlja upravni odbor (oz. odbor direktorjev) ter dvotirni sistem, kjer le tega nadomeščata uprava in nadzorni svet.

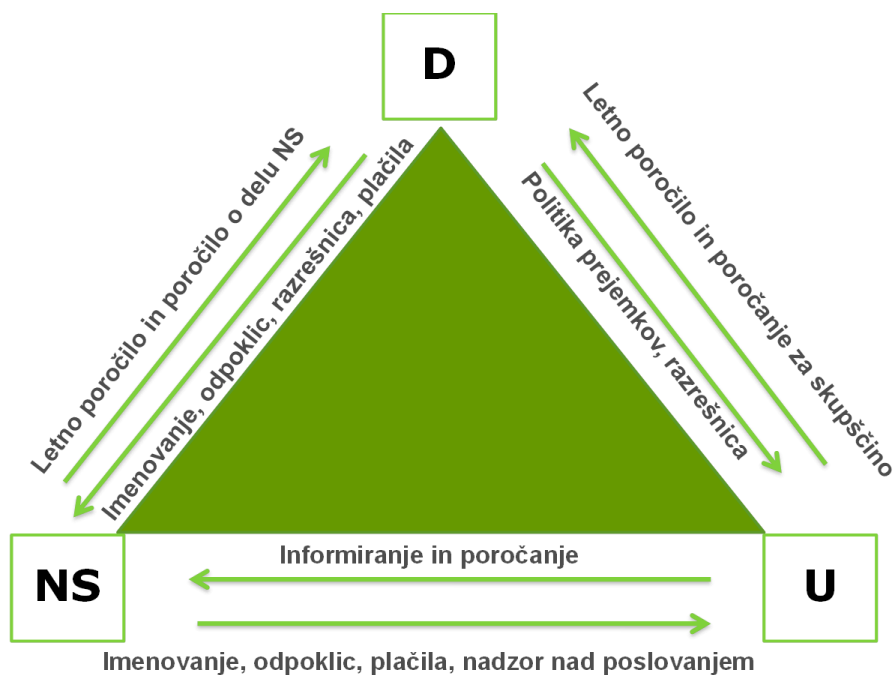
Enotirni sistem upravljanja je delovanje poslovnega in nadzornega dela upravljanja v enem samem organu družbe, tj. upravnem odboru (ang. »*Board of Directors*«), ki se je razvil predvsem v Veliki Britaniji in ZDA. Upravni odbor sestavljajo neizvršni direktorji (ang. »*Non-Executive Director*«), ki opravljajo nadzorstveno funkcijo, in izvršni direktorji (ang. »*Executive Director*«), ki so člani posloводства (managementa). Neizvršni direktorji skrbijo za interese delničarjev in izvajajo funkcijo nadzora nad delom izvršnih direktorjev, medtem ko imajo izvršni direktorji poslovodno funkcijo in sprejemajo poslovne odločitve v korist družbe.

Osnovna ideja te ureditve je tesnejša povezava in boljše ter kakovostnejše sodelovanje (aktivnejši prenos informacij) med organom vodenja in organom nadzora. Konec 20. stoletja, zlasti po izbruhu afer v ZDA (kjer ta sistem prevladuje), pa sta postala ključna problema neodvisnost in samostojnost nadzornega dela organa. Poleg delitve na izvršne in neizvršne direktorje namreč obstaja še delitev na notranje in zunanje oz. t. i. neodvisne direktorje, ki naj ne bi imeli povezave z družbo, v kateri opravljajo to funkcijo. Število zunanjih direktorjev se povečuje v primerjavi z notranjimi in tudi v ZDA se funkcija predsednika (ang. »*Chairman*«) odbora počasi ločuje od funkcije glavnega izvršnega direktorja (ang. »*Chief Executive Officer*« ali *CEO*), kar je sicer značilno za ureditev v Veliki Britaniji.

Dvotirni sistem upravljanja (značilen za evropske države) ločuje organ vodenja, tj. uprava in organ nadzora, tj. nadzorni svet (slika 2.4). Uprava vodi posle družbe, nadzorni svet pa upravo pri tem nadzira. Nadzorni organ je torej osebno ločen od uprave, kar poveča njegovo neodvisnost, po drugi strani pa zmanjša njegovo obveščenost o zadevah družbe (Bajuk 2003). V nadzornih svetih so predstavniki delničarjev in lahko tudi predstavniki delavcev, s čimer sistem priznava legitimne interese tudi deležnikom, ki niso delničarji. Vsi skupaj, tako nadzorni svet kot uprava, pa morajo po zakonu delovati v dobro družbe kot celote in ne v interesu posamezne interesne skupine (predstavniki delavcev tako npr. ne delujejo v interesu zaposlenih in predstavniki delničarjev ne v interesu kapitala).

Dvotirni sistem so vpeljali v Nemčiji, prevzeli pa smo ga tudi v Sloveniji⁹. Omogoča sicer bolj neodvisen nadzor, vendar ga sam po sebi ne zagotavlja. Na koncu je uspešnost in učinkovitost nadzora odvisna od moralne integritete, načelnosti in sposobnosti ljudi, ki sedijo v nadzornem organu in upravi (Bajuk 2003).

Slika 2.4: Korporativno upravljanje – dvotirni sistem upravljanja



(Legenda: D – delničarji, NS – nadzorni svet, U – uprava)

Vir: Prijović (2016).

Glede na gospodarski ekonomski sistem v povezavi z zgoraj opisanim pravnim sistemom je v praksi prišlo do različnih rešitev in pogosto je sistem upravljanja v posamezni državi zmes obeh (npr. Francija) ali pa močno prežet s kulturnim okoljem (npr. na Japonskem¹⁰).

⁹ Možnost izbire enotirnega sistema upravljanja gospodarskih družb je bil formalno uveden v slovenski pravni red leta 2006 z novelo Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1).

¹⁰ Na Japonskem je sistem upravljanja sicer enotiren, prevladuje pa sistem neformalnih mrež. V njih se odražata japonska kultura in tradicija kjer so zaupanje in dolgoročni odnosi pomembnejši od pravnih norm. Odbori družb so veliki in imajo predvsem ceremonialno funkcijo, člani so notranji direktorji, vsa moč pa je v rokah predsednika.

Anglosaksonski model temelji na trgu vrednostnih papirjev, ki je tudi glavni vir lastniškega in dolžniškega kapitala in služi kot instrument nadzora menedžmenta družbe. Značilna je velika razdrobljenost delničarskega kapitala posamezne družbe, kar pomeni, da imajo zelo majhen neposreden vpliv na upravljanje družbe, svoje nezadovoljstvo pa namesto z glasom (ang. »vote«) izrazijo s prodajo delnic (ang. »exit«). Ravno ta likvidnost trga pa do neke mere opravlja tudi funkcijo nadzora in je vzrok, da je glavni cilj menedžmenta povečanje vrednosti delnic.

Evropski kontinentalni model se od anglosaksonskega razlikuje v cilju gospodarskih družb, ki je poleg povečevanja bogastva delničarjev razširjeno na povečevanje bogastva družbe (maksimiranje kapitala družbe in ne vrednosti delnic) upošteva interese vseh deležnikov (Bajuk 2010,10). Za ta trg so značilni veliki delničarji, ki imajo zelo močan vpliv na menedžment družbe. Poleg tega mnoge ne kotirajo na trgu vrednostnih papirjev in tako niso izpostavljene zunanjemu vplivu, oz. kotirajo le z manjšim delom delnic. Tržna vrednost delnic je tako tukaj manj pomembna, delničarji pa svoje upravljalvske pravice aktivneje uveljavljajo z glasovanjem na skupščinah.

Delniške družbe so v različnih sistemih (pravnih in gospodarskih) različno upravljane, Razlike izhajajo iz različnega koncepta delniških družb (evropski kontinentalni in anglosaksonski koncept) ter različnih modelov trga kapitala in so predvsem posledica različnih kulturnih okolij. Zato ne moremo trditi, da je katerikoli od sistemov kakovostnejši (Bajuk 2003).

2.5 Načela korporativnega upravljanja

Enotnega modela korporativnega upravljanja ni. Posamezne notranje in zunanje značilnosti so se prepletle in ustvarile različne sisteme korporativnega upravljanja, kjer se odražajo razlike v strukturi trga, pravnega sistema, tradicije, regulacije in sociokulturnih vrednot. Sistem se tako razlikuje in spreminja od države do države glede na sektor in včasih skozi čas tudi znotraj posamezne družbe. Po drugi strani pa vedno enako vpliva tako na agilnost in učinkovitost kot tudi konkurenčnost in dobičkonosnost vseh družb (zasebnih, javnih, državnih ...). Globalizacija je prispevala k zbliževanju praks in postopkov znotraj korporativnega upravljanja. Težnje posameznih držav k poštenemu, preglednemu in odgovornemu ravnanju oz.

delovanju družb pa so vodile različne mednarodne institucije do vzpostavitve standardov in norm za pomembna področja korporativnega upravljanja.

Prav tako ni enotnega modela za učinkovito korporativno upravljanje, je pa bilo v državah članicah OECD in nečlanicah ter v sami OECD identificiranih nekaj skupnih elementov, oblikovanih v šest načel, ki so osnova dobrega korporativnega upravljanja (OECD 2004):

- I. Zagotavljanje osnov za učinkovit okvir korporacijskega upravljanja: okvir korporacijskega upravljanja mora zagotavljati pregledne in učinkovite trge, biti mora konsistenten z načeli pravne države in jasno mora ločiti odgovornosti med nadzornimi, regulatornimi in izvršnimi organi.
- II. Pravice delničarjev in ključne lastniške funkcije: okvir korporacijskega upravljanja mora ščititi in zagotavljati pravice delničarjev.
- III. Nepristranska obravnava delničarjev: okvir korporacijskega upravljanja mora zagovarjati nepristransko obravnavo delničarjev, vključno z manjšinskimi in s tujimi. Vsi delničarji morajo imeti možnost, dobiti ustrezno odškodnino za kršitve njihovih pravic.
- IV. Vloga deležnikov v korporacijskem upravljanju: okvir korporacijskega upravljanja mora priznavati pravice deležnikom, ki jim pripadajo po zakonu ali medsebojnih sporazumih, ter spodbujati aktivno sodelovanje med družbami in deležniki pri ustvarjanju premoženja, delovnih mest in vzdrževanja finančnega zdravja družb.
- V. Objavljanje podatkov in preglednost: okvir korporacijskega upravljanja mora zagotavljati pravočasno in natančno objavo podatkov o vseh bistvenih zadevah v zvezi z družbo, vključno z njeno finančno situacijo, s poslovanjem, z lastništvom in upravljanjem.
- VI. Naloge odbora: okvir korporacijskega upravljanja mora zagotavljati strateško vodenje družbe, učinkovit nadzor odbora nad menedžmentom ter odgovornost odbora do družbe in delničarjev.

Organizacija za gospodarski razvoj in sodelovanje (OECD), ki oblikuje svetovne standarde in načela v gospodarskih in razvojnih politikah, je prva *Načela korporativnega upravljanja* (v nadaljevanju OECD Načela) izdala leta 1999 (s posodobitvami 2004 in 2015) in kmalu so postala mednarodno merilo korporativnega

upravljanja. Namenjena so bila tako lažji oceni obstoječega stanja kot izboljšanju pravnega, regulativnega in institucionalnega okvira korporativnega upravljanja. Predstavljajo tudi smernice borzam, investitorjem, družbam in vsem, ki imajo kakršnokoli vlogo v razvoju korporativnega upravljanja, sprejeta pa so bila tudi kot eden ključnih standardov Odbora za finančno stabilnost¹¹. Vse bolj so tudi posamezne vlade držav članic priznavale sinergijo med makroekonomskimi in strukturnimi politikami pri doseganju ciljev temeljnih politik in korporativno upravljanje je eden ključnih elementov za ekonomsko rast in zagotavljanje celovitosti trga in finančne stabilnosti.

OECD Načela se osredotočajo na javne delniške družbe (finančne in nefinančne), vendar so lahko koristno orodje za izboljšanje korporativnega upravljanja tudi v družbah, s katerih papirji se ne trguje na trgu vrednostnih papirjev. Njihov cilj ni podrobno predpisovati oz. določati nacionalno zakonodajo, ampak si prizadevajo opredeliti cilje ali rezultate in predlagati različne načine za njihovo doseganje. Njihov namen je torej postati referenčni okvir tako za oblikovalce politik pri pregledu in razvoju pravnih in regulativnih okvirov za korporativno upravljanje, ki izraža lastne gospodarske, socialne, pravne in kulturne okoliščine kot za udeležence na trgu pri razvoju lastnih upravljavskih praks.

2.5.1 Objavljanje podatkov, preglednost in zaupanje

Kot smo videli, se pri rešitvi problema zastopanja ponujata dve možnosti: nadzor ali ponovna združitev lastniške z upravljavsko (Rus 2011). Trg vrednostnih papirjev se odziva na vse relevantne informacije o družbi, ki je uvrščena na organiziran trg vrednostnih papirjev in v povezavi s trgom menedžerskega talenta in trgom prevzemov lahko predstavlja uspešno zunanjo kontrolo nad uspešnostjo vodenja in upravljanja družbe.

Cena delnice odraža med drugim tudi oceno investitorjev o trenutni uspešnosti poslovanja posamezne družbe in o zaupanju v nadaljnje uspešno vodenje družbe. Zaupanje je ponavadi definirano kot pričakovanje akterja, da bodo udeleženci na

¹¹ »The Financial Stability Board« (FSB) je mednarodna organizacija, ki spremlja in daje priporočila o globalnem finančnem sistemu (<http://www.fsb.org/about/>).

drugi strani transakcije izpolnili svoje obveznosti navkljub negotovosti in priložnostim, da zlorabijo situacijo (Rus 2008). In čeprav je zaupanje vselej slepo, pa odločitev o tem, komu bomo zaupali, ni sprejeta na slepo, temveč temelji na izčrpnih informacijah. Zaupanje namreč namenjamo samo tistim, ki so po našem mnenju tega vredni (Rus 2008). Za realno oceno uspešnosti vodenja neke družbe je torej nujni pogoj transparentnost poslovanja (Bohinc 2005). Sprotno objavljane podatkov o poslovanju družbe naj bi tako investitorjem zagotovilo, da bodo njihove investicije upravljane v njihovem najboljšem interesu.

Preglednost objavljenih informacij je torej ključnega pomena za delničarje, ki izvajajo svoje lastniške pravice na podlagi informacij, za celovitost trga in za odgovornost družbe do njenih delničarjev (OECD 2007) in okvir korporativnega upravljanja mora zagotavljati pravočasno in natančno objavljane podatkov o vseh pomembnih zadevah v zvezi z družbo, vključno s finančno situacijo, poslovanjem, lastništvom in upravljanjem družbe (SOCIUS 2008).

Peto poglavje OECD Načel določa, katere informacije je treba razkriti, kako in komu mora biti ta podatek razkrit, in kateri so postopki, na podlagi katerih se zagotovi zaupanje v kakovost informacij. Uporabnikom informacij naj bi se z istočasnim in enakopravnim razkritjem zagotovila enakopraven dostop in nepristranska obravnava, ki je temeljno vodilo zaupanja in dobrih odnosov z vsemi udeleženci na trgu. Izkušnje v državah z razvitim kapitalnim trgom kažejo, da lahko objava podatkov vpliva na obnašanje družb in je hkrati tudi orodje za zaščito vlagateljev. Strog režim objavljanja informacij lahko pomaga pritegniti kapital in vzbuja zaupanje na kapitalnih trgih ter nasprotno, slaba razkritja in nepregledne prakse lahko prispevajo k neetičnemu ravnanju in izgubi zaupanja v trg in posledicami, ne samo za družbo in njene delničarje, ampak tudi za gospodarstvo kot celoto. Lastniki in potencialni vlagatelji želijo dostop do rednih, zanesljivih in primerljivih informacij, na podlagi katerih lahko ocenijo delo menedžmenta in sprejmejo odločitve o vrednosti delnic, lastništvu in glasovanju. Pomanjkljive ali nejasne informacije lahko ovirajo delovanje trga, povečujejo stroške kapitala in vplivajo na slabo razporejanje sredstev. Pri odločitvi, katere informacije se podaja, je vodilo njena pomembnost oz. bistvenost. Bistvene informacije so tiste, katerih opustitev ali njihova napačna navedba vpliva na poslovne odločitve njihovih uporabnikov.

Sama razkritja pa naj ne bi družbam prinašale administrativnih obremenitev pri poslovanju ali neutemeljenih dodatnih stroškov, razen če je seveda informacija pomembna. Prav tako se od družbe ne pričakuje, da razkrije informacije, s katero bi lahko ogrozile svoj konkurenčni položaj, razen če je razkritje potrebno za polno obveščenost pri odločitvah o vlaganju ali v izogib zavajanju vlagateljev. Razkritja pripomorejo tudi k boljšemu razumevanju organizacijske strukture in delovanja družb, korporativnih politik in poslovanja glede na okoljske in etične standarde ter odnosov z lokalnimi skupnostmi (OECD 2015). Objava podatkov mora med drugim obsegati (vendar pa ne sme biti omejena) informacije o: mehanizmih in politikah korporativnega upravljanja, še posebej o vsebini kodeksa ali politike korporativnega upravljanja ter o postopku, s katerim je bilo uvedeno (SOCIUS 2008). Družbe so tako dolžne poročati o svojih praksah korporativnega upravljanja in tovrstna razkritja bi morala biti obvezna in sestavni del rednega poročanja. Načela korporativnega upravljanja, ki jih izda ali odobri regulatorni oz. pristojni organ za razvrstitev delnic na borzo, bi morale družbe implementirati ter o tem poročati z obveznim razkritjem po principu »spoštuj ali pojasni« (OECD 2004 in OECD 2015).

3 KODEKSI UPRAVLJANJA DRUŽB

3.1 Nastanek in razvoj kodeksov

V 20. stoletju je z globalizacijo in povezanostjo trgov, razvojem tehnologije, hitro rastjo prebivalstva in pa s samim konceptom svobodnega trga prišlo tudi do porasta propadlih družb. Kljub zaskrbljenosti in opozarjanju akademske stroke pa dolgo časa ni bilo nekega strateškega ali usmerjevalnega dokumenta oz. priporočila, ki bi zadeval vprašanja korporativnega upravljanja. Če izvzamemo t. i. Treadwayevo poročilo¹² iz leta 1987, ki ni imelo velikega uspeha, je do prvega premika na tem

¹² Treadwayeva komisija (ang. »*The Treadway Commission*«) je preučevala »prevarantska« računovodska poročila ameriških družb v obdobju 1985 – 1987. Ob koncu je izdala poročilo o ugotovitvah in priporočilih (ang. »*Report of the National Commission on Fraudulent Financial Reporting*«), katerega rezultat je bil oblikovanje t. i. Odbora sponzorskih organizacij (ang. »*The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission – COSO*«). Odbor je leta 1992 objavil t. i. Celovit okvir notranjega kontroliranja (prvotni okvir), ki je danes priznan kot vodilni okvir za vzpostavitev, uveljavitev in izvajanje notranjega kontroliranja in za ocenjevanje uspešnosti notranjega kontroliranja.

področju prišlo šele na začetku 90. let. Vzrok so bile številne afere in serija propadov velikih družb v Veliki Britaniji in ZDA, ki so odmevale povsod po svetu.

Škandalozni propad velikih družb (Polly Peck, BCCI, Maxwell ...) v začetku devetdesetih let je v Veliki Britaniji botroval imenovanju posebnega Odbora za finančne vidike upravljanja podjetij (ang. »*The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*«), ki naj bi preučil vse aspekte korporativnega upravljanja s posebnim poudarkom na finančnem poročanju in odgovornosti z namenom zmanjšanja tveganj in napak korporativnega upravljanja. Odbor so leta 1991 ustanovile londonska borza, računovodska stroka in Odbor za finančno poročanje, vodil pa ga je sir Adrian Cadbury¹³. Namen ustanovitve odbora je bil hkrati tudi pozitivno prispevati k promociji korporativnega upravljanja kot celote, ki takrat ni bilo ravno v najboljši luči. Odbor je leta 1992 je izdal t. i. Cadburyevo poročilo (ang. »*Cadbury Report*«), ki je kasneje postalo podlaga za vsa podobna poročila in kodekse tudi v ostalih državah. Prvi del poročila je v obliki priporočil in družbe zavezuje, da morajo od aprila 1993 dalje kodeks upoštevati vse družbe, ki so bile vpisane na Londonsko borzo (ostale družbe pa naj sledijo priporočilom v čim večji meri) ter da morajo podati izjavo o skladnosti s kodeksom ali pa pojasniti razloge neskladnosti – t. i. princip »spoštuj ali pojasni« (ang. »*comply or explain*«), ki je že v tistem obdobju veljal za učinkovitejšega kot zakonsko določilo. Sam Kodeks (ang. »*Code of Best Practice*«) je bil objavljen na dveh straneh poročila (Cadbury Report 1992, 58–59), obsegal pa je štiri poglavja: upravni odbor (ang. »*board of directors*«), neizvršni direktorji (ang. »*non-executive directors*«), izvršni direktorji (ang. »*executive directors*«) ter poročanje in kontrole (ang. »*reporting and control*«).

Cadburyevo poročilo je z zahtevo po razkritju spoštovanja priporočil kodeksa oziroma identifikacijo področij odstopanja in podajanjem ustreznega pojasnila, postavilo korporativno upravljanje na dnevni red organov vodenja in nadzora v številnih državah, ki so v nadaljevanju uvedle kodekse oz. načela korporativnega upravljanja in skoraj vse tudi predvidevajo neko obliko poročanja o praksi upravljanja družb na principu »spoštuj ali pojasni«.

¹³ Sir Adrian Cadbury je bil v vrsto let predsednik družbe Cadbury, v takratnem okolju znane po svojem etičnem in preudarnem sistemu upravljanja.

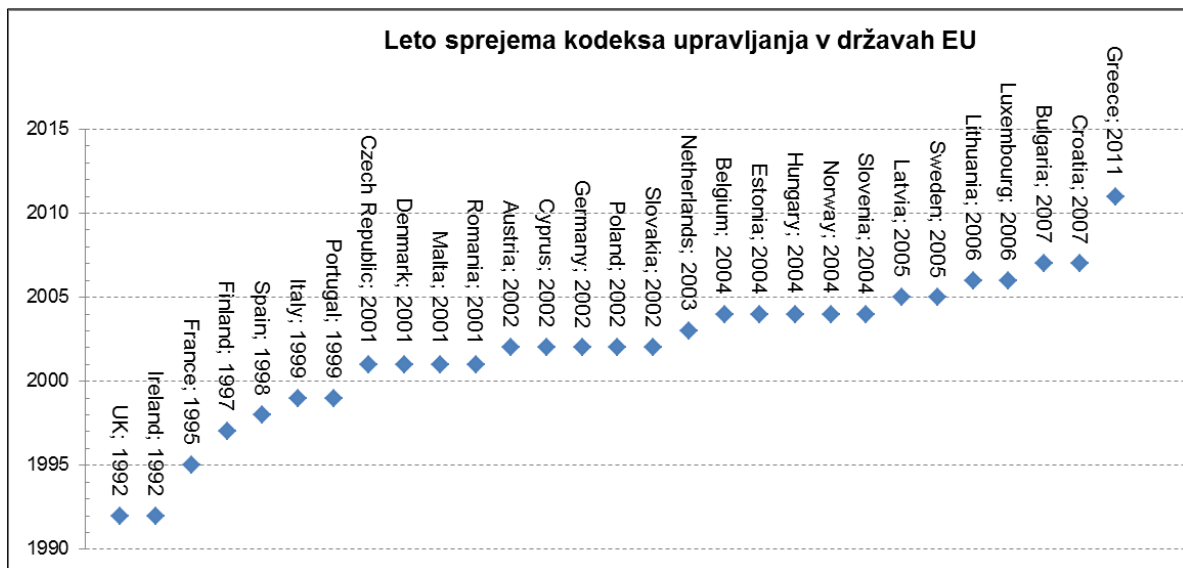
Od objave tega prvega kodeksa je kodeks upravljanja v Veliki Britaniji doživel veliko izboljšav in dopolnitev. Današnji kodeks nadzira Odbor za finančno poročanje (ang. »*Financial Reporting Council*« – FRC¹⁴), njegovo spoštovanje oz. pojasnilo pa je obvezno za vse družbe, ki kotirajo na Londonski borzi. V svojem letnem poročilu morajo družbe o tem poročati, na strani delničarjev pa je, ali so s pojasnili zadovoljni ali ne. Če niso lahko izkoristijo svojo lastniško pravico zamenjave organa vodenja. Ta »tržni« pristop h korporativnemu upravljanju, ki ga je razvila Velika Britanija, tako po eni strani omogoča organu vodenja in nadzora, da ohrani prilagodljivost pri organizaciji in izvrševanju svojih dolžnosti, hkrati pa s principom »spoštuj ali pojasni« zagotavlja odgovornost do delničarjev, visoke standarde korporativnega upravljanja in razmeroma nizke povezane stroške (FRC 2010).

Nadaljnji korak v razvoju je bilo oblikovanje kodeksov korporativnega upravljanja na mednarodni ravni (npr. že omenjena OECD načela korporativnega upravljanja iz leta 1999, ali Načela korporativnega upravljanja za države Commonwealtha iz istega leta). Korporativno upravljanje je postajalo vse pomembnejše in James D. Wolfensohn, predsednik svetovne banke, je leta 1999 napovedal, da bo v prihodnosti »za svetovno gospodarstvo ustrezno upravljanje podjetij pomembno tako kot vodenje države« (FRC 2011). V končni fazi razvoja procesa »kodifikacije« je prišlo do razvoja lastnih kodeksov s strani posameznih institucionalnih vlagateljev. Za te kodekse je značilno, da s priporočili in smernicami postavljajo standarde, ki jih vlagatelji pričakujejo od družb, v katere investirajo.

Velika Britanija je tako prevzela vodilno vlogo v razvoju kodeksa upravljanja za javne delniške družbe teme, v večini preostalih evropskih držav pa so bili oblikovani v obdobju 1995-2010 (slika 3.1).

¹⁴ Odbor za finančno poročanje (FRC) je neodvisni regulator v Veliki Britaniji, odgovoren za promocijo in spodbujanje kakovostnega korporativnega upravljanja in poročanja z namenom spodbujanja naložb.

Slika 3.1: Leto sprejema kodeksa upravljanja v državah EU



Vir: ecoDa (2015).

Za razliko od Evrope, kjer ni osrednje federalne oblasti, so ZDA na finančne škandale in propad velikih družb odgovorile s sprejetjem še strožje zakonodaje. Stečaj (2001) Enrona (in drugih velikih družb) je močno zamajal zaupanje javnosti v ameriške (in svetovne) kapitalske trge. Takratna ameriška računovodska in revizijska pravila so namreč energetske velikanu omogočila, da je prikril milijarde dolarjev dolga z uporabo nedovoljenih ali dvomljivih računovodskih postopkov, posledica teh pa so bili pomanjkljivi ali lažni računovodski izkazi. Odziv ZDA na računovodske škandale je bil Sarbanes-Oxleyjev zakon (ang. »*Sarbanese Oxley Act*«), katerega osnovni namen nam pove njegovo celotno ime: »Zakon za točno in zanesljivo računovodsko poročanje korporacij naložbenikom ter drugim uporabnikom računovodskih poročil v skladu z zakoni o vrednostnih papirjih«. Z njim naj bi reformirali računovodsko-revizijsko panogo, zaostri korporacijsko upravljanje in znova pridobili zaupanje investorjev.

S hitro rastjo mednarodnega kapitalskega trga konec 20. stoletja je korporativno upravljanje postalo del svetovne gospodarske in politične agende in s tem tudi proces »kodifikacije«. Države, ki želijo privabiti investitorje, morajo dokazati in prepričati potencialne investitorje, da imajo stabilno upravljavsko strukturo tako na ravni države kot tudi posameznih družb. Po drugi strani pa institucionalni vlagatelji, ki se jim je odprla možnost globalnih naložb, le-te usmerijo tja, kjer so izpolnjeni

zahtevani standardi glede razkritij, natančnega finančnega poročanja ter princip enake obravnave vseh delničarjev¹⁵.

3.2 Pomen kodeksov korporativnega upravljanja

Kot smo videli v prejšnjem poglavju, so na izziv, kako preprečiti finančne škandale, do katerih je prišlo ob prelomu stoletja, države odgovorile različno: ZDA s sprejemom še strožje zakonodaje, EU pa s sprejemom različnih priporočil članicam, da v svoj pravni red uvedejo zakonska ali avtonomna pravila, ki naj zagotovijo boljše in učinkovitejše upravljanje javnih delniških družb (Bohinc 2005). Pri tem je državam članicam prepuščena odločitev, ali bodo priporočila implementirala prek zakonskih (značilno za evropski kontinentalni pravni sistem) ali avtonomnih pravil (značilno za anglosaksonski pravni red, ki temelji na običajnem pravu (ang. »*common law*«)). Prednost zakonskih določb je, da so za vse udeležence enako zavezujoče, ki so v primeru neupoštevanja sankcionirani. Avtonomni pravni viri (kamor sodijo kodeksi) niso zavezujoči in posledično za neupoštevanje le-teh ni sankcij. Kadar pa so informacije o neupoštevanju avtonomnih pravnih virov dostopne javnosti, se na neskladno obnašanje (lahko) odzovejo investitorji in se njihova reakcija neposredno odraža na trgu vrednostnih papirjev (zunanja kontrola) (Bohinc 2005).

Načela in kodeksi korporativnega upravljanja so se razvijali po različnih državah in nastajali pri različnih izdajateljih: borze, družbe, institucionalni vlagatelji, strokovna združenja in inštituti s podporo vlad in mednarodnih organizacij. Skladnost s temi priporočili, kot rečeno, praviloma ni obvezna¹⁶. Kljub svoji neobvezni naravi pa imajo določila kodeksa velik pomen za člane organov vodenja in nadzora. 263. člen ZGD namreč določa, da mora član organa vodenja ali nadzora pri opravljanju svojih nalog

¹⁵ Kalifornijski pokojninski sklad (angl. »*The California Public Employees Retirement System – CalPERS*«), ki je največji pokojninski sklad v severni Ameriki, uživa velik ugled zaradi svojih naporov pri izboljševanju standardov na področju korporativnega upravljanja tako v podjetjih, v katera je vložil svoja sredstva kot tudi širše. Vsako leto objavi seznam (angl. »*Focus List*«) najboljših 15 do 20 družb na področju korporativnega upravljanja, za katere sklad meni, da so z izboljšanjem korporativnega upravljanja prispevali k zvišanju vrednosti za delničarje teh podjetij (t. i. CalPERS učinek, angl. »*CalPERS Effect*«).

¹⁶ Lahko pa deluje prisilno obvezno razkritje, ki ga uvajajo borzna pravila.

ravnati v dobro družbe s skrbnostjo vestnega in poštenega gospodarstvenika in varovati poslovno skrivnost družbe ter da so solidarno odgovorni družbi za škodo, ki je nastala kot posledica kršitve njihovih nalog, razen če dokažejo, da so pošteno in vestno izpolnjevali svoje dolžnosti. Poleg ravnanja v skladu z zakoni, predpisi, statutom družbe in drugimi akti družbe, pojem »skrbnost vestnega in poštenega gospodarstvenika« zajema tudi t. i. nepisana pravila: pravila poslovne morale, profesionalne etike in dobre poslovne prakse (Bohinc 2005). Vsa ta nepisana pravila so zbrana v kodeksih in natančna presoja ravnanj članov vodenja in nadzora v skladu s skrbnostjo vestnega in poštenega gospodarstvenika se torej lahko opravi s pomočjo pravil kodeksa (Bohinc 2005)¹⁷.

Poleg navedenega pa naj bi kodeksi imeli še eno pomembno funkcijo - funkcijo komunikacije z investitorji. Kodeksi povzemajo veljavne zakonske določbe korporacijskega prava in prava trga vrednostnih papirjev in tako se tujim in domačim investitorjem olajša dostop do teh informacij (Bohinc 2005).

3.3 Načelo „spoštuj ali pojasni“

Izdajatelji kodeksov so različna telesa in organizacije in v praksi tudi ni enotnega pravila o tem, katera interesna skupina je najbolj "pristojna" sprejeti kodeks. Posledica tega je različna pravna narava kodeksov. Kodeksi predstavljajo priporočila dobre prakse in so načeloma dispozitivne narave, toda kljub temu imajo vedno večjo moč in pomen, saj gre za avtonomne norme, s katerimi soglašajo akterji, ki jih sprejemajo. Kodeksi, ki so jih izdala združenja investicijskih organizacij iz EU, so pravno striktno priporočilne narave, vendar imajo zelo veliko težo zaradi ogromne ekonomske moči izdajatelja na trgih kapitala in vpliva, ki ga ima na glasovanja na skupščinah (Bajuk 2003). Cilj kodeksov o upravljanju podjetij je, da s postavljanjem standardov in dobre prakse podjetjem omogočajo, da uspešneje poslujejo in tako prispevajo k spodbujanju rasti, stabilnosti in dolgoročnih naložb. Bistvena značilnost upravljanja podjetij v Evropi pa je načelo „spoštuj ali pojasni“ (Direktiva – 2013/34/EU). V skladu s tem načelom morajo družbe, ki odstopajo od načel kodeksa

¹⁷ Tudi če člani organa vodenja in nadzora ravnajo v skladu s kodeksom, to še ne pomeni, da zahtevani skrbnosti vedno zadostijo (Bohinc 2005).

o upravljanju podjetja, v svoji izjavi o upravljanju pojasniti, od katerega načela odstopajo in razloge za odstopanje.

Načelo „spoštuj ali pojasni“, na katerem temeljijo kodeksi, predvideva, da je upravljanje družbe nekaj bistveno individualnega posamezni družbi. Če tudi družba upošteva večino načel kodeksa, lahko obstajajo specifične rešitve, ki so za posamezno družbo primernejše ali ustrežnejše kot standardne rešitve, ki jih predpisuje kodeks. Družbe torej lahko kadarkoli izberejo alternativno rešitev, če je le-ta jasno opisana in pojasnjena. Odstopanja od določb bi lahko v nekaterih primerih omogočilo družbam tudi bolj učinkovito upravljanje, saj jim prinaša fleksibilnost in jih spodbuja, da poiščejo ustrezne in sebi lastne rešitve za učinkovito korporativno upravljanje ter jih s tem zavezuje tudi k odgovornosti (Evropska komisija 2014).

Ta princip se je začel uporabljati leta 1992 v Veliki Britaniji z že omenjenim Cadburyjevim poročilom, uradno pa ga je predstavila evropska Direktiva 2006/46/ES, ki je natančneje določila obveznost in vsebino ter način objave izjave javnih delniških družb o upravljanju družbe. V skladu s to direktivo naj bi družbe, s katerih vrednostnimi papirji se trguje na reguliranem trgu, omogočile lahek dostop do bistvenih informacij o dejansko uporabnih podatkih glede sodelovanja pri upravljanju, vključno z opisom najpomembnejših značilnosti sistemov notranjega upravljanja tveganj v povezavi s postopkom finančnega poročanja. Bistvena razlika te nove ureditve je bila v tem, da se ne poroča le, katera priporočila kodeksa se niso uporabljala, pač pa tudi o tem, zakaj se niso uporabljala. Direktiva je tako združila fleksibilnost pristopa samoureditve, zakonske obveze po transparentnosti (v izjavi o upravljanju v letnem poročilu) in odgovornosti.

Akcijski načrt o evropskem pravu družb in upravljanju podjetij (Evropska komisija 2012b) je že leta 2012 poudaril pomen visoke kakovosti pojasnil, zlasti za vlagatelje in napovedal pobudo Komisije za izboljšanje kakovosti poročil o upravljanju podjetij in zlasti kakovosti pojasnil. Zadnja evropska raziskava (ecoDa in Mazars 2015) kaže, da se je splošna kakovost pojasnil nekoliko povečala. Devet od dvanajstih evropskih držav, ki imajo nadzor oziroma spremljajo kakovost pojasnil, poroča, da se le-ta izboljšuje, vendar ne dovolj, zato bo temu področju namenjen večji fokus.

3.4 Spodbujanje dobre prakse korporativnega upravljanja

Za učinkovito korporativno upravljanje je potrebnih kar nekaj ključnih sestavin, ki so kombinacija ustreznih pravic delničarjev (ki morajo svoje upravljaljske pravice hkrati tudi izvajati), vzpostavitve sistema nadzora in ravnovesja moči, ki bo spodbujala dolgoročno vzdržnost poslovanja. Pri tem je treba upoštevati načela dobrih praks, da izvajanje dolžnosti ne postane zgolj samo sebi namen (ang. »*box-ticking*«). Za uspešen pristop se je izkazal pristop, ki temelji na načelih sorazmernosti, prilagodljivosti in ciljni usmerjenosti ter izogibanje birokratsko vnaprej pripravljenim pristopom na podlagi »enakega kopita za vse« (ang. »*one size fits all*«). Svobodna izbira poti za doseganje dobre prakse ter istočasno implementacija standardov, ki jih določa regulacija, je bistvenega pomena. In ravno to omogočajo kodeksi. Spodbujajo boljše korporativno upravljanje in dvigujejo standarde dobre prakse.

Današnji dinamični razvoj gospodarskega prava in potrebe po učinkovitem in globalnem poslovanju gospodarskih subjektov prehitujejo zakonsko reguliranje tega pravnega področja. Neustrezna zakonska regulacija lahko družbe celo ovira pri doseganju konkurenčnosti. Prav zaradi trga postaja pomembnejše avtonomno urejanje notranjih razmerij v gospodarskih subjektih med organi in vsemi deležniki v teh subjektih (Bohinc 2005).

Kot smo videli, so se države in regulatorji od začetka 90. let 20. stoletja zanašale na kodekse pri razvoju dobre prakse ravnanja in organizacije poslovanja družb. Kodeksi so se namreč skozi čas izkazali za prilagodljive potrebam poslovanja različnih družb, hkrati pa je to način vzpostavitve dobre prakse, ki družb ne obremenjuje s previsokimi dodatnimi stroški. Ne nazadnje kodeksi z možnostjo vzpostavitve alternativnih ukrepov spodbujajo podjetja k inovativnosti in s spodbujanjem vključevanja delničarjev znižujejo tudi nevarnost moralnega tveganja. Pravo merilo za presojo učinkovitega korporativnega upravljanja torej ni popolna skladnost, temveč nenehno izboljševanje vedenja in standardov v prizadevanju za doseg najboljših praks. K temu naj torej stremijo družbe in regulatorji, pri tem pa naj jih spodbujajo delničarji (FRC 2011).

Dejavniki, ki prispevajo k uspešni uveljavitvi principa delovanja kodeksov, in argumenti proti obvezni zakonski ureditvi so (FRC 2011):

– **Kodeksi so učinkoviti pri spreminjanju vedenja.**

Ko je nek kodeks dobro uveljavljen in spoštovan, lahko hitro pride do sprememb in skladnosti. V Veliki Britaniji je priporočilo kodeksa iz leta 1992 priporočalo ločitev funkcije predsednika odbora (ang. »*chairman*«) od glavnega izvršnega direktorja (CEO) in v 15. letih je število družb, ki so z načelom skladne, naraslo iz 47,7 % (1995) na 95 % (2010).

– **Kodeksi se prilagajajo potrebam družb.**

Prilagodljivost je bolj priporočljiva pri odločanju o ukrepih, ki se tičejo korporativnega upravljanja, saj se ti lahko razlikujejo glede na kontekst različnih udeležencev na trgu. Na Londonski borzi tako kotira okoli 1.400 družb iz najmanj 40 različnih sektorjev in prav za vse je treba ustvariti okvir korporativnega upravljanja. Poleg tega igra pomembno vlogo tudi velikost družbe – kot se je izkazalo v Nemčiji (pa tudi v drugih državah) manjše družbe veliko bolj koristijo možno pojasnil kot velike družbe.

– **Kodeksi so lahko učinkovitejši pri dvigu standardov kot zakonska ureditev.**

Ker so kodeksi bolj prilagodljivi, kot je zakonska ureditev, lahko uvedejo višje standarde, ki ji posamezna družba nato vpelje glede na svoj kontekst. Tako je npr. raziskava leta 2006 v Veliki Britaniji pokazala, da imajo vse največje družbe (FTSE 300), ki kotirajo na Londonski borzi, že vzpostavljene revizijske komisije, pri čemer je 88 % članov neodvisnih. Razlog je v priporočilu kodeksa, ki je že leta 1992 priporočal vzpostavitev revizijske komisije, pri čemer naj bi bili vsi člani neizvršni in večina neodvisnih (2003 je bilo priporočilo dopolnjeno in naj bi bili vsi člani neodvisni) Obvezno vzpostavitev revizijske komisije, pri čemer mora biti vsaj en član neodvisen je v zakonodajo vpeljala šele Direktiva 2006/43/EC konec leta 2006 in v večini držav članic so jo implementirali do konca leta 2008.

– **Kodeksi se razvijajo skozi čas in so odgovor na spreminjajoče se gospodarske okoliščine.**

Pričakovanja vlagateljev ustvarjajo močne spodbude za podjetja, da sprejemajo najboljše prakse. S postopnim razvojem in neprestanimi dopolnitvami dobre prakse kodeksi promovirajo nenehen razvoj. To omogočajo tako redni in odprti dialogi med tistimi, ki standarde postavljajo, in udeleženci na trgu, kakor tudi prehodno obdobje, v katerem lahko družbe najprej razvijejo, nato sprejmejo in končno tudi uresničijo neko

dobro prakso. Trg kapitala je dinamičen, inovativen s številnimi vsakodnevnimi novimi priložnostmi, ki se jim mora zavoljo učinkovitosti prilagoditi tudi korporativno upravljanje. To pa omogočajo kodeksi, katerih vsebino je moč lažje in hitreje prilagoditi.

– **Kodeksi zmanjšujejo nevarnost moralnega tveganja.**

Obvezni predpisi imajo lahko nezaželene posledice, saj lahko golo izpolnjevanje in izvajanja skladnosti postane samo sebi namen (ang. »box-ticking«) in tako ne spodbujajo novih, v prihodnost usmerjenih rešitev. To ustvarja vtis dobrega korporativnega upravljanja, medtem ko je realnost lahko precej drugačna. Na ta način se vzpostavi napačen vtis, da je minimalni standard ustreznega korporativnega upravljanja vzpostavljen in le-ta postane manj pomemben faktor razlikovanja med družbami.

– **Kodeksi pripomorejo k zbliževanju standardov korporativnega upravljanja med državami.**

Države v iskanju mednarodnih naložb sprejemajo tuje dobre prakse, ki jih prilagodijo svojim lokalnim potrebam in gospodarstvu.

– **Kodeksi spodbujajo inovacije.**

Prilagodljivost kodeksov omogoča znotraj družb konstruktivne debate o tem, kaj je dobro korporativno upravljanje. Družbe tako dobro prakso razvijajo naprej, saj morajo poiskati alternativne rešitve, da izpolnijo zahteve po skladnosti.

– **Kodeksi prinašajo nižje stroške kot zakonska ureditev.**

Družbe lahko ocenijo relativne stroške in koristi, ki jih uvedba nekega standarda prinese, in se lahko na podlagi tega odločijo o smotrnosti vpeljave le-tega – seveda pa se zgolj navedba, da so stroški previsoki, ne smatra kot ustrezno pojasnilo.

4 KORPORATIVNO UPRAVLJANJE V SLOVENIJI

Slovenija je po osamosvojitvi leta 1991 dosegla dokaj hiter napredek od državno nadzorovanega gospodarstva k razvitim kapitalskim trgom. Leta 1992 se je začel proces lastninskega preoblikovanja, privatizacija, ki je vzpostavila zasebno lastništvo kapitala. Slovenski sistem upravljanja tradicionalno izhaja iz evropskega kontinentalnega modela, od leta 2006, pa si po zakonu delničarji družbe lahko prosto izberejo tudi enotirni sistem upravljanja (253. člen ZGD-1).

Za kontinentalni model upravljanja je kot že omenjeno značilna relativna koncentracija povprečne delniške strukture družbe in pa pridobivanje kapitala prek bančnih posojil. Poleg tega je kapitalski trg v Sloveniji omejen (tako po velikosti kot likvidnosti) in ima ozko bazo vlagateljev osredotočeno na domači trg.

Sloveniji je z vstopom v Evropsko unijo (EU) maja 2004 in Evropsko monetarno unijo januarja 2007, uspelo hitro doseči politično in gospodarsko povezanost z Evropo. Od vstopa v EU si je vlada s spremembami na kapitalskem trgu in okvirjev korporacijskega prava, prizadevala zagotoviti skladnost z direktivami EU. Pri tem OECD opozarja na dva ključna izziva korporativnega upravljanja: visoka udeležba države v gospodarstvu ter nerazvitost pravno-regulatornega okvirja upravljanja in kulturnih norm na zasebnih kapitalskih trgih (OECD 2011).

Področje korporativnega upravljanja je urejeno z zakonodajo (Zakon o gospodarskih družbah, Zakon o prevzemih in Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju), s splošnimi akti posamezne družbe (statut, poslovniki, pravilniki ...) ter avtonomnimi viri (kodeksi, priporočila ...). Avtonomni pravni viri so neobvezen pravni vir in njihovo nespoštovanje nima pravnih sankcij. Gre za priporočila dobre prakse in postavljanje standardov, ki jih zakonodaja ne more določiti vnaprej (kot npr. standard »skrbnost vestnega in poštenega gospodarstvenika« – 263. člen ZGD) in mu vsebino lahko dajo šele udeleženci (strokovnjaki, managerji ...).

Najpomembnejši avtonomni pravni vir, ki pripomorejo k zviševanju kulture korporativnega upravljanja tudi v slovenskem prostoru pa so zagotovo kodeksi upravljanja.

5 KODEKSI UPRAVLJANJA V SLOVENIJI

Dobro prakso korporativnega upravljanja določajo različni referenčni kodeksi glede na vrsto družb. Slovenska zakonodaja (70. člen ZGD-1¹⁸) določa, da je izjava o skladnosti s kodeksom obvezna za vse družbe, zavezane revidiranju kot poseben oddelek poslovnega poročila družbe. Družbe, s katerih delnicami se trguje v prvi in standardni kotaciji Ljubljanske borze, pa morajo skladnost s kodeksom enkrat letno razkriti v dokumentu, ki je v Pravilih Ljubljanske borze opredeljen kot »Izjava o skladnosti s kodeksom« (Pravila borze, 25. in 26. člen). Ta dokument je sestavni del izjave o upravljanju, ki je skladno s 70. členom ZGD-1 poseben del poslovnega poročila letnega poročila družbe.

ZGD ne zahteva, da družba sledi točno določenemu kodeksu, temveč si za referenčni Kodeks lahko izbere alternativnega, pri čemer izjava o upravljanju vsebuje sklic na kodeks upravljanja, ki je primeren za družbo, z navedbo podatka o javni dostopnosti besedila kodeksa in navedbo odstopanj od posameznih priporočil kodeksa.

Družbe v Sloveniji imajo trenutno na voljo več možnosti¹⁹ za izbiro referenčnega kodeksa (slika 5.1), npr.:

- Kodeks upravljanja javnih delniških družb (2009) – za družbe, katerih vrednostni papirji kotirajo na borzi vrednostnih papirjev (»borzne družbe«);
- Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države (2014) – za državne družbe, ki jih upravlja SDH, d. d. (»državne družbe«);
- Kodeks upravljanja za nejavne družbe²⁰ (2016) – za družbe, zavezane revidiranju, ki ne kotirajo na borzi;

¹⁸ 70. člen ZGD-1 je bil 15. julija 2015 z novelo ZGD-1I spremenjen in razširja obseg zavezanih družb za oblikovanje izjave o upravljanju družb na vse družbe, zavezane revidiranju (prej le tiste s katerih vrednostnimi papirji se trguje na organiziranem trgu).

¹⁹ Po raziskavi »Corporate Governance Compliance and Monitoring Systems across the EU«, ki sta jo leta 2015 izvedla ecoDa in Mazars (ecoDa 2015) je Slovenija edina država v EU, ki omogoča javnim delniškim družbam prosto izbiro referenčnega kodeksa. Večina držav (20 od 29) zavezuje javne delniške družbe k uporabi nacionalnega kodeksa upravljanja.

²⁰ Skladno z novelo ZGD-1, ki razširja obseg zavezanih družb za oblikovanje izjave o upravljanju družb na vse družbe zavezane revidiranju so Združenje nadzornikov Slovenije, Ministrstvo za gospodarski

- lastni kodeks, ki ga je oblikovala družba in je javno dostopen;
- če družba kotira na tujem trgu vrednostnih papirjev, si lahko družba izbere tudi tamkajšnji kodeks;
- Načela korporativnega upravljanja OECD.

Slika 5.1: Korporativno upravljanje po vrstah družb – referenčni kodeksi, spremljanje in merjenje skladnosti s kodeksi



Vir: Prijović (2016).

Kodeks predstavlja t. i. »soft law«, tj. skupek pravno neobvezujočih načel, ki postavljajo temelje za izgradnjo sofisticiranih korporativnih odnosov znotraj družbe s ciljem vzpostavitve visokih standardov korporativnega upravljanja in transparentnosti poslovanja delniških družb. To pa je (oz. bi moral biti) temelj poslovne prakse vsake družbe. Kodeks predstavlja tudi neke vrste smernice delniškim družbam v vse bolj zahtevnih poslovnih okoliščinah in postavlja okvir za vzpostavitev zdrave korporativne kulture in ravnotežja med težnjo družbe h konkurenčnosti, rasti in razvoju ter interesom delničarjev po drugi strani. Zahteva po transparentnosti je eden najvišjih kriterijev korporativnega upravljanja.

razvoj in tehnologijo ter Gospodarska zbornica pripravili nov kodeks, ti. Kodeks upravljanja za nejavne družbe. Za te družbe do leta 2012, ko so bile po evropskem vzoru oblikovane *Smernice za upravljanje nejavnih družb*, ni bilo nobenega slovenskega vira dobre prakse, ki bi bil izrecno prilagojen njihovim posebnostim.

5.1 Kodeks upravljanja javnih delniških družb

Prvi Kodeks upravljanja javnih delniških družb (v nadaljevanju: Kodeks) je bil sprejet 18. 3. 2004 in nato še dvakrat dopolnjen (2005 in 2007), v današnji prenovljeni obliki pa je bil sprejet 8. 12. 2009 (z začetkom uporabe 1. 1. 2010) in ne vsebuje več obvezujočih določb relevantne zakonodaje, ki so jih javne delniške družbe dolžne spoštovati.

Kodeks so oblikovali Ljubljanska borza, d. d., Združenje Manager in Združenje nadzornikov Slovenije, ki so tudi njegovi podpisniki in skrbniki (učinkovitost in primernost Kodeksa se, glede na trenutno pravno in dejansko okolje poslovanja, redno preverja in po potrebi spreminja ter dopolnjuje).

Namen kodeksa je *»natančnejša določitev standardov upravljanja in vodenja javnih delniških družb, katerih delnice so uvrščene na organizirani trg v Sloveniji. Standardom lahko sledijo tudi druge družbe z namenom oblikovati transparenten in razumljiv sistem upravljanja, ki viša raven zaupanja tako domačih kot tujih vlagateljev, zaposlenih in tudi širše javnosti v slovenski sistem upravljanja«* (Kodeks 2009). Podporo določbam Kodeksa so izrazili številni udeleženci kapitalskega trga, regulatorji, stanovska združenja, vlagatelji in različne organizacije, ki so prisotne na slovenskem kapitalskem trgu.

Vsa načela v Kodeksu, kot že omenjeno, imajo naravo priporočila (niso pravno zavezujoča). Delniške družbe pa morajo odstopanja od določb Kodeksa enkrat letno objaviti v izjavi o upravljanju. S tem seznanijo vlagatelje z odstopanjem in tudi z razlogi zanj. Odstopanja od teh določb so prav tako dolžne pojasniti tudi tiste nejavne družbe, ki bodo za podlago izjave o upravljanju izbrale ta Kodeks.

Delniške družbe so od uveljavitve spremembe 70. člena Zakona o gospodarskih družbah dolžne predstaviti svojo prakso korporacijskega upravljanja v okviru ločenega dokumenta ali v okviru poslovnega dela letnega poročila (izjava o upravljanju). Obvezni del te predstavitve je tudi ločena izjava o spoštovanju določb Kodeksa.

5.2 Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države

Slovenski državni holding, d. d., (SDH) je nastal z dnem uveljavitve ZSDH-1, dne 26. 4. 2014, s prevzemom pristojnosti in obveznosti s strani Slovenske odškodninske družbe (SOD) in nadaljuje z upravljanjem kapitalskih naložb v lasti SDH in Republike Slovenije. Konsolidiral naj bi upravljanje in prodajo naložb, ki so bile prej razpršeno upravljane s strani več neodvisno upravljanih skladov. Kot je razbrati iz zapisanega poslanstva je osnovna naloga SDH odgovorno, profesionalno in dejavno upravljati državne družbe iz svojega portfelja. Dejavno lastništvo pomeni med drugim osredotočanje na ustvarjanje vrednosti za lastnike, torej za Republiko Slovenijo. Splošni cilj podjetij z lastništvom države, ki jih upravlja SDH, je uspešno, dobičkonosno, gospodarno poslovanje, ustvarjanje vrednosti in v veliko primerih učinkovito opravljanje nalog posebnega javnega interesa.

Za sistem upravljanja družb s kapitalsko naložbo države so značilne nekatere posebnosti, ki izvirajo iz okoliščin, da je imetnik delnic oziroma poslovnih deležev v gospodarskih družbah država (npr. atipični agencijski problem, mešanje javnih in nejavnih ciljev, preveč ali premalo aktivna vloga države pri upravljanju, potreba upravljavca po dostopu do informacij o družbi). Nekaterim posebnim interesom je treba priznati legitimnost, saj se na ta način zadovoljujejo potrebe državljanov, pomembno pa je, da so vsa pričakovanja do družb in ravnanja družb samih transparentna in predvidljiva.

Da bi se določili standardi vodenja in nadzora v družbah s kapitalsko naložbo države in oblikovali transparenten sistem korporativnega upravljanja, ter da bi z dvigom kakovosti korporativnega upravljanja izboljšali poslovanje teh družb, je tudi SDH izdal svoj kodeks, ki je skladen s smernicami OECD za korporativno upravljanje podjetij v državni lasti (OECD 2015a). Zadnji *Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države* (v nadaljnjem besedilu: Kodeks SDH) je bil dopolnjen marca 2016²¹.

²¹ Kodeks v določeni meri predstavlja vsebinsko kontinuiteto Kodeksa upravljanja kapitalskih naložb Republike Slovenije, ki ga je sprejela Slovenska odškodninska družba, d. d., dne 15. maja 2013, in ki se je uporabljal do sprejema tega Kodeksa. Kodeks upravljanja kapitalskih naložb Republike Slovenije je del svoje vsebine črpal iz Kodeksa upravljanja družb s kapitalskimi naložbami države, ki ga je dne

Kot enega od aktov upravljanja naložb določa kodeks tudi ZSDH-1 v 32. členu:

- 1) Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države (v nadaljnjem besedilu: kodeks) vsebuje načela in priporočila dobre prakse za korporativno upravljanje družb s kapitalsko naložbo države.
- 2) Kodeks mora oblikovati različna priporočila za družbe z različnimi statusnimi oblikami in lastniškimi sestavami ter glede na dejstvo, ali se z vrednostnimi papirji družb trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev.
- 3) SDH si mora prizadevati, da se družbe s kapitalsko naložbo države v poslovnem poročilu sklicujejo na kodeks skladno z zakonom, ki ureja gospodarske družbe, in v vsakem letnem poročilu razkrivajo, kako so spoštovale kodeks po načelu »uporabi ali pojasni«.
- 4) Vse druge morebitne smernice in stališča, ki jih SDH kakor koli predloži družbam s kapitalsko naložbo države, morajo biti v celoti skladni s kodeksom in politiko.
- 5) Kodeks sprejme uprava SDH, k njemu pa da soglasje nadzorni svet SDH.
- 6) Priporočila dobrega korporativnega upravljanja, vsebovana v kodeksu, mora smiselno upoštevati tudi SDH pri svojem delovanju.

Kodeks SDH je naslovljen na družbe s kapitalsko naložbo države, uporabljale pa naj bi ga tudi odvisne družbe v skupini, v kateri ima položaj obvladujoče družbe družba s kapitalsko naložbo države²². Namenjen je vsem družbam s kapitalsko naložbo države ne glede na njihovo pravnoorganizacijsko obliko in ne glede na višino deleža države oziroma SDH v osnovnem kapitalu družbe. Kodeks SDH dopolnjuje zakonsko ureditev in njegova priporočila naj bi ustrezala večini družb, na katera so naslovljena. Družbe h Kodeksu SDH pristopijo skladno s 70. členom ZGD-1 in ga po načelu »spoštuj in pojasni« uporabijo v največji meri (ki je primerna za njih). Če družba s

13. 1. 2011 sprejela Agencija za upravljanje kapitalskih naložb Republike Slovenije in ki je z ukinitvijo le-te ter z razveljavitvijo Zakona o upravljanju kapitalskih naložb Republike Slovenije (Ur. l. RS, št. 38/2010 in nasl.) postal brezpredmeten (Kodeks SDH).

²² Družbe s kapitalsko naložbo države so v skladu z 2. členom ZSDH-1 pravne osebe, ki so izdajateljice kapitalskih naložb v lasti SDH in tiste, ki so izdajateljice kapitalskih naložb, ki so v lasti Republike Slovenije. Kapitalske naložbe so lastniški vrednostni papirji ali poslovni deleži. Besedni niz »izdaja kapitalskih naložb« je v ZSDH-1 zaradi poenostavitve uporabljen enako za vse vrste kapitalskih naložb, četudi poslovni deleži ne morejo biti predmet izdaje.

kapitalsko naložbo države uporablja kakšen drug kodeks, naj bi h Kodeksu SDH pristopila poleg kodeksa, ki ga uporablja. V izjavi o upravljanju naj pregledno in ločeno razkrije spoštovanje priporočil vsakega kodeksa: *»Družbe s kapitalsko naložbo države naj vključijo v svoje poslovno poročilo izjavo o upravljanju družbe. Družba s kapitalsko naložbo države, ki uporablja oziroma za katero velja poleg tega Kodeksa še kakšen drug kodeks, poda eno izjavo o upravljanju, vendar v to vključi toliko izjav o skladnosti s kodeksom, kolikor kodeksov uporablja. Pri tem se upoštevanje priporočil enega kodeksa šteje za ustrezno utemeljitev, zakaj družba ni upoštevala morebitnih drugačnih priporočil drugega kodeksa drugačnih priporočil drugega kodeksa«* (Kodeks SDH, načelo 3.4.).

SDH nadzira izvajanje Kodeksa SDH tako, da pregleduje in analizira izjave o skladnosti s Kodeksom SDH, ki jih družbe objavljajo kot del letnega poročila, s pomočjo analize odgovorov na letni vprašalnik družbam o spoštovanju Kodeksa. Na podlagi analiz po potrebi opravlja tudi razgovore z družbami.

5.3 Kodeks upravljanja za nejavne družbe

Kot že omenjeno, novela ZGD-1 razširja obseg zavezanih družb za oblikovanje izjave o upravljanju družb na vse družbe, zavezane revidiranju (skladno z 59. členom ZGD-1). Zato so Združenje nadzornikov Slovenije, Ministrstvo za gospodarski razvoj in tehnologijo ter Gospodarska zbornica pripravili nov kodeks, t. i. *Kodeks upravljanja za nejavne družbe*, ki je namenjen vsem gospodarskim družbam, ki niso javne (tj. delnice teh družb ne kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev).

Kodeks je kot priporočilo dobre prakse namenjen vsem deležnikom in širšemu okolju družbe tako delničarjem in družbenikom kot tudi organom vodenja in nadzora kot pomoč pri postavljanju lastnega sistema upravljanja glede na potrebe posamezne družbe. Pri tem pa je presoja, kaj je za družbo primerno prepuščena njim samim. Kodeks upravljanja za nejavne družbe predstavlja tudi priložnost za podjetja, zavezana revidiranju, ki so praviloma srednja in velika podjetja in ki ne kotirajo na borzi, da povečajo oziroma izboljšajo svoje možnosti za financiranje in investicijski potencial. S poznavanjem vsebine Kodeksa se lažje presoja tudi kakovost upravljanja v družbi. Dobremu korporativnemu upravljanju pri njihovem financiranju namreč sledijo tudi banke in druge finančne institucije, ki se zavedajo, da je zdravo

korporativno upravljanje ena izmed konkurenčnih prednosti posamezne družbe, zaradi česar lahko dosega boljše pogoje financiranja in hkrati bolje obvladuje tveganja.

Nejavne družbe predstavljajo 99 % vseh gospodarskih družb v Sloveniji²³ in zavzemajo izjemno pomemben delež na ekonomskem in zaposlitvenem trgu, zato so izrednega pomena za konkurenčnost Slovenije. Mnoga slovenska uspešna podjetja pa se z aktivnim upravljanjem enostavno ne ukvarjajo, ker so usmerjena predvsem v izvajanje gospodarske dejavnosti, torej poslovanje. Kodeks tako omogoča primeren nabor dobre prakse in razmislek o tem, kakšen sistem upravljanja imajo ter kako ga lahko še izboljšajo.

5.4 Izjava o upravljanju

Izjava o upravljanju je neke vrste osebna izkaznica prakse upravljanja družbe. Je del poslovnega poročila družbe, v katerem se družbenikom in drugim deležnikom razkrijejo ključni podatki o upravljanju, skupaj s podatki o izbiri in spoštovanju kodeksa upravljanja, če je družba zavezana reviziji finančnih izkazov. Vse informacije v izjavi o upravljanju bi morale biti dovolj jasne, natančne in celovite, da vsem deležnikom omogočijo dobro razumevanje načina upravljanja podjetja ter redno objavljene na spletnih straneh družbe (Evropska komisija, 2014). Objava izjave na spletni strani družbe kot ločenega dokumenta (ne le kot del letnega poročila) kaže na to, da družba razume pomen učinkovitega korporativnega upravljanja za dolgoročni razvoj in poslovanje družbe.

Direktiva 2013/37/EU v svojem 20. členu zahteva od podjetij, ki kotirajo na trgu vrednostnih papirjev, da v svoje poslovno poročilo vključijo izjavo o upravljanju, kot poseben razdelek poslovnega poročila in vsebuje vsaj navedbo naslednjih podatkov, kadar je to ustrezno: kodeks o upravljanju podjetja, ki velja za podjetje; kodeks o upravljanju podjetja, ki ga je podjetje morda prostovoljno sklenilo uporabljati; vse ustrezne podatke o praksah upravljanja podjetja, ki se uporabljajo poleg zahtev iz

²³ Po informacijah AJPEŠ-a o poslovanju gospodarskih družb v republiki Sloveniji, je bilo v letu 2015 v Sloveniji 65.214 družb. Na seznamu javnih delniških družb, ki ga vodi Agencija za trgovanje z vrednostnimi papirji (ATVP), pa je bilo junija 2016 navedenih 50 javnih delniških družb. Javnih družb, ki dejansko delujejo kot podjetja in niso le investicijske platforme, pa je še nekoliko manj.

nacionalnega prava. Pri sklicevanju na kodeks o upravljanju podjetja mora podjetje navesti tudi, kje so zadevna besedila javno dostopna. Kadar podjetje v skladu z nacionalnim pravom odstopa od kodeksa o upravljanju podjetja, mora obrazložiti, katerih delov kodeksa o upravljanju podjetja ne upošteva in zakaj; kadar pa se podjetje odloči, da ne bo uporabljalo nobene določbe kodeksa o upravljanju podjetja, pojasni razloge za tako ravnanje.

Načelo »spoštuj ali pojasni«, določeno v 20. členu Direktive 2013/34/EU, je torej ključna značilnost evropskega upravljanja podjetij, na katerem temeljijo tudi kodeksi in njihova priporočila. To pomeni, da je družba v letnem poročilu dolžna razkriti, ali spoštuje načela, oz. pojasniti, zakaj je prišlo do nespoštovanja oz. odstopanja od določenega priporočila.

Namen načela »spoštuj ali pojasni« ni popolna skladnost ali kakršnakoli prisila k spoštovanju kodeksa, ampak jasno in kakovostno pojasnilo o razlogih za odstopanja in predstavitev alternativne ustrezne prakse na tem področju, ki družbi bolj ustreza. Da bi lastno prakso prepoznali kot tisto, ki lahko ustrezno nadomesti priporočilo kodeksa, pa je nujno razumevanje namena in vsebine priporočila. Osnovno vodilo pri oblikovanju izjave o upravljanju je premik od želje po popolni skladnosti s priporočili kodeksa k vsebinski implementaciji dobre prakse, ki družbi ustreza za učinkovito upravljanje. Kakovostno razkritje odstopanj je daleč boljše od spoštovanja priporočila kodeksa brez razmisleka ali navajanja neresničnih dejstev.

Največja prednost tega pristopa je prilagodljivost, saj podjetjem omogoča prilagajanje prakse upravljanja podjetij na lastne posebnosti (upoštevajoč velikost podjetja, sestavo delničarjev in posebnosti sektorja delovanja). Prevladuje tudi mnenje, da so na tak način podjetja bolj odgovorna, ker jih sistem sili k razmisleku o ustreznosti praks upravljanja podjetij in jim zastavlja cilje (Evropska komisija 2011).

Slovenska zakonodaja določa, da morajo družbe, ki so zavezane k reviziji vključiti v svoje poslovno poročilo izjavo o upravljanju družbe, ki vsebuje vsaj naslednje (70. člen ZGD-1):

- izbiro kodeksa, ki se ga je družba prostovoljno odločila spoštovati (referenčni kodeks),
- navedbo, kje je kodeks javno dostopen, in

- podatke o obsegu odstopanja oz. katerih priporočil kodeksa družba ne spoštuje, pri čemer mora dodatno razložiti in pojasniti razloge za odstopanje (načelo »spoštuj ali pojasni«).

Kaj so kakovostna razkritja odstopanj od kodeksa v izjavah o upravljanju družb, je opredeljeno v dokumentu *Priporočilo Komisije ES o kakovosti poročanja o upravljanju podjetja („spoštuj ali pojasni“)* z dne 9. aprila 2014. Namen priporočila je zagotoviti smernice za izboljšanje splošne kakovosti izjav o upravljanju, ki jih objavljajo družbe v skladu z 20. členom Direktive 2013/37/EU ter kakovost pojasnil odstopanj od priporočil kodeksa upravljanja. Za vsako odstopanje od posameznega priporočila bi morala družba navesti (Evropska komisija 2014):

- a) razložiti, na kakšen način so odstopala od priporočila;
- b) opisati razloge za odstopanje;
- c) opisati, kako je bila odločitev o odstopanju od priporočila sprejeta znotraj podjetja;
- d) kadar je odstopanje časovno omejeno, pojasniti, kdaj namerava podjetje upoštevati določeno priporočilo;
- e) kjer je primerno, opisati nadomestni ukrep in pojasniti, kako ta dosega temeljni cilj posebnega priporočila ali kodeksa kot celote ali kako prispeva k dobremu upravljanju podjetja.

Izjava o upravljanju podjetja naj bi zagotovila bistvene informacije o ureditvi upravljanja podjetja. Informacije bi morale biti dovolj jasne, natančne in celovite, da delničarjem, vlagateljem in ostalim deležnikom omogočijo ovrednotenje posledic, ki jo posamezno odstopanje od določenega priporočila ima. Višja je kakovost razkritij glede ureditev upravljanja podjetij, bolj uporabne so informacije, ki jih vlagatelji potrebujejo in s katerimi si olajšajo odločitve glede morebitnih naložb. Večja preglednost poveča zaupanje vlagateljev v družbe, večji ugled in večjo legitimnost, kar zadeva interesne skupine in družbo kot celoto.

Kot že omenjeno t. i. »*one size fits all*« ni najbolj primeren pristop, saj so si družbe med seboj različne. Princip pojasnil, pa tako po eni strani omogoča, da trg sam odloči o kakovosti korporativnega upravljanja, družbi pa omogoča uvedbo alternativnih praks, ki so lahko enako dobre ali boljše od tistih, ki jih priporoča Kodeks. Tak pristop

omogoča tudi pogled na širšo sliko in oceno družbe glede na specifiko njenega poslovanja in okrožja, v katerem deluje in tlakuje pot nadaljnjim revizijam Kodeksa in sprejemanjem novih praks.

5.5 Izzivi spremljanja skladnosti s kodeksom upravljanja

V Zeleni knjigi iz leta 2011 (Evropska komisija 2011) je bilo ugotovljeno, da je kakovost pojasnil, ki jih družbe pripravijo, v primeru odstopanja od priporočil, na splošno nezadovoljiva. V več kot 60 % primerov podjetja, ki so se odločila, da ne bodo upoštevala priporočil, niso predložila zadostnih razlag in so zabeležila le, da so odstopala od priporočil (brez nadaljnje razlage ali pa je razlaga bila splošna ali omejena). To je pripisati pomanjkanju opredelitve zahtev glede informacij, ki naj bi jih družbe v svojih pojasnilih objavile, ter slabemu razumevanju narave zahtevanih pojasnil. Nadzor nad izjavami o upravljanju, ki jih družbe objavljajo, je bil ocenjen kot neprimeren. V večini držav članic je bila odgovornost glede izvajanja obveznosti objave prepuščena vlagateljem, ki pa so pogosto manj aktivni, kar je povezano s kulturo in tradicijo v državah članicah. V različnih zakonodajnih okvirih so se razvile različne prakse, v večini primerov pa imajo samo formalno vlogo preverjanja ali je bila izjava o upravljanju podjetja objavljena. Le peščica držav članic ima javne ali specializirane nadzorne organe, ki preverjajo objavljene podatke (predvsem razlage)²⁴.

Pomembna ugotovitev takrat je bila tudi, da bi lahko imel pristop „spoštuj ali pojasni“ veliko boljše rezultate, če bi imeli nadzorni organi pooblastila za preverjanje ali so objavljeni podatki (oz. razlage) dovolj informativni in obsežni. Ti organi bi posegali v samo vsebino navedenih informacij in ne bi izdajali poslovnih sodb glede rešitev, ki jih je družba izbrala. Lahko pa bi objavili rezultate o nadzoru na način, da bi se poudarile dobre prakse in da bi s tem podjetja spodbudili k večji preglednosti. V najhujših primerih neskladja bi lahko predvideli formalne sankcije. Eden od načinov, kako izboljšati nadzor, je bila opredelitev izjave o upravljanju v smislu »predpisanih informacij«, kot jih predpisuje Direktiva 2004/109/ES (člen 2.1.k) v zvezi s

²⁴ Po raziskavi ecoDa in Mazars (ecoDa 2015) v večini evropskih držav, ki so sodelovale v raziskavi (13 od 29), vzpostavitev in funkcija monitoringa temelji na prostovoljni iniciativi, v 9 državah je tovrsten nadzor predviden v zakonodaji, v 6 državah pa tovrstnega nadzora ni predvidenega (ecoDa 2015).

preglednostjo informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so sprejeti v trgovanje na reguliranem trgu, tako bi bil tudi nadzor nad izjavami bil v pristojnosti osrednjih nacionalnih organov.

Na podlagi Zelene knjige so nekatere države članice začele razprave ali izdale smernice o kakovosti pojasnil. Na Finskem je npr. Združenje trgov vrednostnih papirjev 20. januarja 2012 izdalo smernice, belgijski odbor za upravljanje podjetij je naročil neodvisno študijo o kakovosti pojasnil ter na podlagi njenih ugotovitev izdal več praktičnih priporočil za leto 2012. V Veliki Britaniji je Odbor za finančno poročanje decembra 2011 začel razpravo med podjetji in vlagatelji o tem, kaj je ustrezna utemeljitev, ter nato predstavil smernice o pristopu „spoštuj ali pojasni“.

Priporočila Evropske komisije iz leta 2014 (Evropska komisija, 2014) pričakujejo aktivnejše spremljanje izjav o upravljanju predvsem od delničarjev družb, kar bi lahko prispevalo k boljšim praksam korporativnega upravljanja. Poročilo European Confederation of Directors' Associations – ecoDa (ecoDa 2012) navaja, da delničarji z majhnim lastniškim deležem v družbah niso angažirani, saj je vložen trud, ki je za to potreben, prevelik. Po drugi strani pa večinski delničarji v družbah s koncentriranim lastništvom že sami sooblikujejo model upravljanja družb prek svojih predstavnikov v upravnih odborih in nadzornih svetih. Hkrati pa na skupščini v vlogi nadzora izjave o upravljanju v resnici nadzorujejo sami sebe. Tretji model, kjer najdemo družbe s t. i. zunanji delničarji, ki so navadno veliki institucionalni investitorji in se pri glasovanju na skupščinah zanašajo na finančne svetovalce (analitike), pa vzpostavlja nepregledno verigo vlagateljev, ki vpliva tudi na vse manjšo vlogo posameznikov v tej verigi, na upravljanje družbe. Pasivna nadzorstvena vloga delničarjev je tako morda sistemski problem.

Glede na značilnosti trga kapitala in lastništva so se razvili tudi različni pristopi k spremljanju in nadzoru (monitoring) upravljanja družb. V mnogih državah članicah imajo pomembno vlogo regulatorji trga vrednostnih papirjev, saj ima regulator tudi moč sankcioniranja v primeru napačnih informacij v izjavah o upravljanju. Vlogo nadzora imajo pogosto tudi avtorji in skrbniki kodeksa ali pa neodvisne organizacije ali agencije. Obstajajo tudi t. i. komisije (ang. »*corporate governance commissions*«), sestavljene iz strokovnjakov, izkušenih poslovnežev in drugih deležnikov.

Sankcije za kršitve obveznosti izjav o upravljanju so v različnih upravnih okoljih različne. Tam, kjer je obveza določena v borznih pravilih, kršitve sankcionira borza kot organizator trga (npr. javni opomin, zamrznitev trgovanja, izključitev iz kotacije...). Če je obveza izjav zakonska, pa zakon predpisuje tudi sankcijo za njeno kršitev (npr. denarna kazen za prekršek). Če pa je izjava opredeljena kot nujni sestavni del poslovnega poročila, je sankcija lahko tudi nezakonitost letnega poročila. V tem primeru pomembno vlogo odigra zunanji revizor, ki mora družbo opomniti na morebitno pomanjkljivost (Peklar 2004). »Uradnih« sankcij na podlagi nespoštovanja načela »spoštuj ali pojasni« po raziskavi ecoDa in Mazars (ecoDa 2015) v evropskih državah še ni bilo. Običajna praksa je, da nadzorni organ kršitelju z osebnim pismom ali direktnim pogovorom sporoči oz. opozori na nepravilnost. Tovrstni »mehki« prijemi, pritiski kolegov iz stroke (ang. »peer pressure«) in promocija dobre prakse prek izobraževanj so se izkazali za učinkovito orodje za izboljšanje skladnosti. V večini držav so tako priča pomembnemu izboljšanju kakovosti izjav o upravljanju (ecoDa 2015).

Kot nadgradnja nadzoru skladnosti s kodeksi v izjavah o upravljanju po načelu »spoštuj ali pojasni« so se razvili tudi različni načini merjenja skladnosti. Gre za kvantifikacijo izjave o upravljanju, pri čemer se za usklajenost ne šteje le popolno ujemanje z načeli (»spoštuj«), ampak tudi ustrezne alternativne prakse upravljanja v družbi (»pojasni«). Evropska študija RiskMetrics iz leta 2009 je kakovost pojasnil odstopanj razdelila na pet tipov:

- neveljavna, ki zgolj navajajo dejstvo neskladnosti;
- omejena – ne razkrivajo podrobno zakaj;
- splošna – izražajo splošno nestrinjanje s priporočilom, ne pojasnjujejo pa specifičnih, družbi lastnih razlogov;
- prehodna – le trenutno odstopanje, družba se bo v prihodnosti uskladila;
- specifična – družba navaja specifične, družbi lastne razloge za odstopanje in opisuje lastno alternativno prakso).

Že omenjena Priporočila Evropske komisije iz leta 2014 pa sicer poudarjajo potrebo po kakovostnih pojasnilih (jasnost, natančnost in celovitost), niso pa ponudila kategorij oz. okvirjev, kamor bi lahko umestili pojasnila glede na njihovo kakovost. Kako bodo posamezne države na priporočila odzvale oz. vpeljale in izvajale prakso

monitoringa, bo pokazal čas, saj je trenutno še prezgodaj, da bi bila priporočila popolnoma izvajana v praksi.

V Sloveniji ima spremljanje skladnosti in nadzor nad skladnostjo s kodeksi določene izzive. Za ustreznost vsebine izjav o upravljanju so v prvi vrsti odgovorni člani upravnih odborov oz. nadzornih svetov, ki v sodelovanju s pripravljavci vsebine znotraj družbe ter zunanjimi organi nadzora nad skladnostjo odigravajo pomembno vlogo pri izboljšanju prakse upravljanja in kakovosti izjav. Za borzne družbe v Sloveniji je značilno visoko koncentrirano lastništvo, kar pomeni, da so predstavniki večinskih delničarjev zastopani tudi v nadzornih svetih teh družb. Poleg tega trg kapitala zaznamuje odsotnost tujega kapitala in primarno financiranje družb prek bančnega kapitala. Odsotnost nadzora (monitoringa) je tako lahko morda tudi posledica odsotnosti motivacije delničarjev (obstoječih in potencialnih lastnikov) – ti po eni strani na skupščini ne bodo nadzorovali samih sebe (v vlogi nadzora izjave o upravljanju v resnici nadzorujejo sami sebe), po drugi strani pa majhnost in togost trga kapitala ne izvaja prave zunanje kontrole uspešnosti družbe

Prva²⁵ obsežna sistematična analiza izjav o upravljanju je bila opravljena v letu 2015, kjer je spremljana skladnost s 112 načeli Kodeksa, kar predstavlja enega od zunanjih mehanizmov nadzora nad prakso korporativnega upravljanja teh družb. Analiza skladnosti s kodeksom upravljanja javnih delniških družb v Sloveniji za obdobje 2011-2014 (Prijović 2015) vsebuje podatke o uporabi Kodeksa in analizo kakovosti razkritij odstopanj od priporočil Kodeksa ter prikaz najpogostejših odstopanj. Splošna ugotovitev analize je, da družbe velikokrat različno interpretirajo nekatera priporočila Kodeksa, kar kaže na nerazumevanje namena Kodeksa in posameznih institutov Kodeksa. To kaže na potrebo po nadaljnjem ozaveščanju ter po povsem praktičnem uveljavljanju dobrih praks na področju korporativnega upravljanja.

²⁵ Leta 2012 je Ljubljanska borza vrednostnih papirjev v sodelovanju z Združenjem nadzornikov Slovenije sicer izvedla prvo analizo razkritij odstopanj v izjavah o skladnosti s Kodeksom upravljanja javnih delniških družb, ki pa je vključevala pregled za leti 2010 in 2011 in je bila omejen zgolj družbe iz Prve kotacije (Jamnik 2012).

6 ANALIZA (NE)SKLADNOSTI

Kodeksi upravljanja družb so, kot že omenjeno, pravno nezavezujoči sklop principov, standardov oz. zbirke neobveznih priporočenih ravnanj upravljanja družb, ki dopolnjujejo zakonsko obvezujoča ravnanja. Njihov namen je spodbuditi oz. vzpostaviti učinkovit sistem oziroma okvir korporativnega upravljanja, kjer bi vse interesne skupine (zaposleni, delničarji, investitorji, dobavitelji ...) aktivno in odgovorno uresničevale svoje pravice in dolžnosti. Cilj je zvišanje ravni korporativnega upravljanja in povečanje zaupanja investitorjev v družbo kar posledično zniža stroške kapitala družbe. Osnovne značilnosti učinkovitega upravljanja so (Peklar 2003, 17–18):

- preglednost (predstavitev ustreznih finančnih in operativnih informacij ter postopkov vodenja in nadzora);
- zaščita in omogočanje izvajanja pravic za vse delničarje družbe;
- oblikovanje nadzornega organa družbe, ki je strokovno usposobljen razumeti in sprejeti strategijo, temeljne načrte in odločitve družbe ter neodvisno imenovati upravo, ustrezno nadzirati in spremljati rezultate njenega dela in jo, kadar je to potrebno, tudi zamenjati.

Namen učinkovitega korporativnega upravljanja tako ni zgolj v izpolnjevanju zakonskim norm, temveč njihova nadgradnja. Učinkovitost kodeksa je tako v veliki meri odvisna od neformalnih vzvodov moči nadzora oz. sankcij, ki jih ima določeno poslovno okolje ali skupnost. Ključna podmena kodeksa upravljanja gospodarskih družb torej je, da za njim stoji enotna elita, ki je svoje prepričanje pripravljena podpreti tudi z neformalnimi sankcijami zoper kršitelje kodeksa (Rus, 2003).

Hitro se spreminjajoče globalno poslovno okolje zahteva učinkovit okvir korporativnega upravljanja, čemur pa zakonsko reguliranje tega področja pogosto ne sledi. Zakonodajni postopek je dolgotrajni proces, ki navadno reagira s časovnim zamikom, neustrezna zakonska regulacija pa je lahko ovira za konkurenčnost gospodarstva. Avtonomni pravni viri so veliko bolj fleksibilni od pravnih norm. Fleksibilnost je dosežena z načelom spoštuj ali pojasni, ki pomeni, da mora družba v letnem poročilu v izjavi o upravljanju navesti, da je ravnala v skladu z referenčnim

kodeksom ali pa navesti odstopanja in pojasniti, zakaj ni ravnala skladno s priporočili referenčnega kodeksa.

Tako kodeks predstavlja določen (pomemben) pritisk tako na upravo kot tudi nadzorni svet, ki morata najti ustrezne argumente, zakaj načela kodeksa niso bila upoštevana. Gre za t. i. zunanjo kontrolo uspešnosti poslovanja družbe, kjer se pričakuje, da bo trg vrednostnih papirjev pozitivno ocenil družbe, ki bodo ravnale skladno z načeli kodeksa oz. kakovostna pojasnila odstopanja. Določila avtonomnih pravnih virov so večinoma odraz prakse v določenem okolju, zato je toliko bolj pomembno, da so splošno sprejeta in jih uradno sprejeme čim večje število institucij, ki pomembno sooblikujejo sistem korporativnega upravljanja družb. Poleg tega kodeksi upravljanja izpolnjujejo še pomembno funkcijo komunikacije, saj povzemajo zakonske določbe korporativnega prava in prava trga vrednostnih papirjev, s čimer olajšajo dostop tujih in domačih investitorjev do teh informacij (Bratina in drugi 2005, 25).

Večje zaupanje investitorjev v družbo povečuje vrednost družbe in ceno delnice. Zaupanje po navadi definiramo kot pričakovanje akterja, da bodo udeleženci na drugi strani transakcije izpolnili svoje obveznosti navkljub negotovosti in priložnostim, da zlorabijo situacijo in se okoristijo na njegov račun. Čeprav je zaupanje vselej slepo, pa odločitev o tem, komu bomo zaupali, še zdaleč ni sprejeta na slepo, temveč temelji na izčrpnih informacijah. Zaupanje namreč namenjamo samo tistim, ki so po našem mnenju tega vredni. Zato vsako dejanje slepega zaupanja vselej gradi na predhodnem socialnem odnosu, prek katerega smo preverjali in utrjevali vtis o tem, ali in koliko je partner vreden zaupanja. Odločitev o tem, komu bomo zaupali, je vselej utemeljena na ekstenzivnih informacijah o transakcijskih partnerjih (Rus, 2008). Zato je pomembno, da so izjave o upravljanju resnične, zaupanja vredne in jasne, pojasnila odstopanj od kodeksa pa visokokakovostna in argumentirana.

Namen pričujočega magistrskega dela je predvsem raziskati in analizirati prakso razkrivanja skladnosti s kodeksom, ki velja za družbo oziroma, ga je ta prostovoljno sklenila uporabljati.

V empiričnem delu sem tako želela:

- izmeriti zaupanje v korporativno upravljanje družb;
- ugotoviti, ali po mnenju anketirancev kodeks vpliva na učinkovitost korporativnega upravljanja;
- ugotoviti, kakšen je odločevalski proces pri pripravi izjav;
- ugotoviti, ali družbe priporočila razumejo,
- ugotoviti katera področja/načela Kodeksa predstavljajo družbam težave,
- ugotoviti, ali so pojasnila koristna za deležnike/investitorje,
- prikazati kakovost pojasnil najpogostejših odstopanj od Kodeksa,
- prikazati standarde pojasnil,
- opredeliti, kaj je dobro pojasnilo.

Na osnovi preučene literature, spremljanja problematike in lastnih sklepanj so se mi porajala raziskovalna vprašanja:

- I. Kaj o skladnosti in načelu »spoštuj ali pojasni« menijo različni deležniki? Ali razumejo načelo »spoštuj ali pojasni«?
- II. Ali družbe uporabljajo pojasnila kot podlago za oblikovanje lastne prakse korporativnega upravljanja?
- III. Ali lahko preverimo resničnost izjav samo iz podatkov letnih poročil? Kakšen je standard pojasnil? Kaj je dobro pojasnilo (definicija)? Ali je možna ocena kakovosti pojasnil (subjektivnost!)? Ali sploh razkrivati specifične družbe? Pasti? Dileme?

Da bi odgovorila na ta vprašanja, sem zastavila naslednje teze:

- Princip »spoštuj ali pojasni« družbe razumejo in ga implementirajo.
- Smiselna in kakovostna pojasnila so pomembna za učinkovitost sistema »spoštuj ali pojasni«.
- Kakovostnejša pojasnila so bolj uporabna za investitorje.

Empirični del je zajemal dve raziskavi, kjer sem na podlagi zbranih podatkov s pomočjo vprašalnika iz anketne raziskave o pomenu izjav o upravljanju družbe (Priloga 1: Vprašalnik) ter metode analize dokumentov (letna poročila gospodarskih družb), skušala opredeliti raziskovalne teze.

6.1 Vloga ključnih deležnikov pri oblikovanju učinkovitega okvirja korporativnega upravljanja – anketa o pomenu izjav o upravljanju družbe

Namen *Anketne raziskave o pomenu izjav o upravljanju družbe* (Anketa 2016) je bila analiza trenutnega stanja, kakšna je uporaba kodeksov upravljanja v praksi ter ali skladnost (in spremljanje skladnosti) po mnenju anketirancev vpliva na samo učinkovitost korporativnega upravljanja. Zanimalo me je, kakšna je vloga ključnih deležnikov pri oblikovanju učinkovitega okvirja korporativnega upravljanja oz. mnenje ključnih nosilcev v družbah – predsedniki uprav in predsedniki nadzornih svetov ter sekretarji nadzornih svetov.

6.1.1 Anketa o pomenu izjav o upravljanju družbe - metodologija

Anketa je potekala v času od 1. 6. 2016 do 7. 6. 2016 in je bila posredovana v elektronski obliki prek sistema 1ka (www.1ka.si). Prek spletnega vprašalnika (Priloga 1) so bile pridobljene informacije o vlogi ključnih deležnikov pri oblikovanju učinkovitega okvirja korporativnega upravljanja. Raziskovana populacija so ključni nosilci upravljanja (predsednik NS, predsednik UO, predsednik/član uprave, izvršni direktor, sekretarji NS/UO ...) v vseh gospodarskih družbah v RS, ki imajo oblikovane nadzorne svete in so zavezani k poročanju.

Pri analizi vprašalnikov sem uporabila deskriptivno metodo, za preverjanje odvisnosti med spremenljivkami pa bivariatno analizo. Vzorec sem razdelila na podskupine (npr. glede na tip družbe) in na tej podlagi preverjala vrednosti odvisnih spremenljivk.

6.1.2 Opis vzorca

Vprašalnik je bil poslan na 3978 elektronskih naslovov posameznikov, ki jih ZNS vodi v svojih podatkovnih bazah. Vzorec predstavljajo vsi člani Združenja nadzornikov Slovenije (ZNS), predsedniki in člani nadzornih svetov (NS) in uprav gospodarskih družb, člani komisij in sekretarji NS in upravnih odborov, menedžerji, direktorji in ostali odločevalci v družbah, ki jih ZNS vodi v svojih podatkovnih bazah. V podatkovni bazi ZNS ni predstavnikov malih družb ter družinskih podjetij (z izjemo, če posameznik oz. predstavnik tega segmenta seveda ne opravlja katere izmed prej naštetih funkcij), zato jih v raziskavo nisem zajela. Velikost vzorca predstavlja

približno 68 % proučevane populacije²⁶. V celoti izpolnjenih je bilo 91 vprašalnikov, kar je 2,9 % odzivnost.

Pri interpretaciji odgovorov je treba upoštevati:

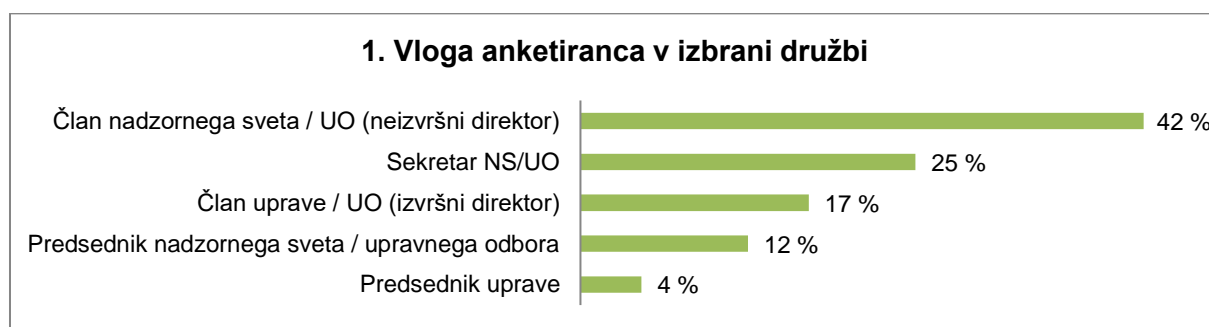
- da nekateri posamezniki opravljajo več funkcij hkrati),
- da je lahko odgovarjalo več posameznikov iz iste družbe,
- da je bilo reševanje vprašalnika samoiniciativno, kar lahko pomeni, da so odgovarjali posamezniki, ki tematiko poznajo, kar lahko vpliva na »kakovost« odgovorov.

Respondenti so med drugim, poleg svoje funkcije v gospodarski družbi, opredelili tudi, katero vrsto družbe predstavljajo (javna družba/nejavna družba/državna družba).

6.1.3 Raziskava in analiza rezultatov

Vprašalnik je rešilo 54 % posameznikov, ki v družbi opravljajo nadzorstveno funkcijo, 21 % posameznikov, ki predstavljajo organ vodenja ter 25 % sekretarjev NS oz. UO (slika 6.1).

Slika 6.1: Vloga anketiranca v izbrani družbi



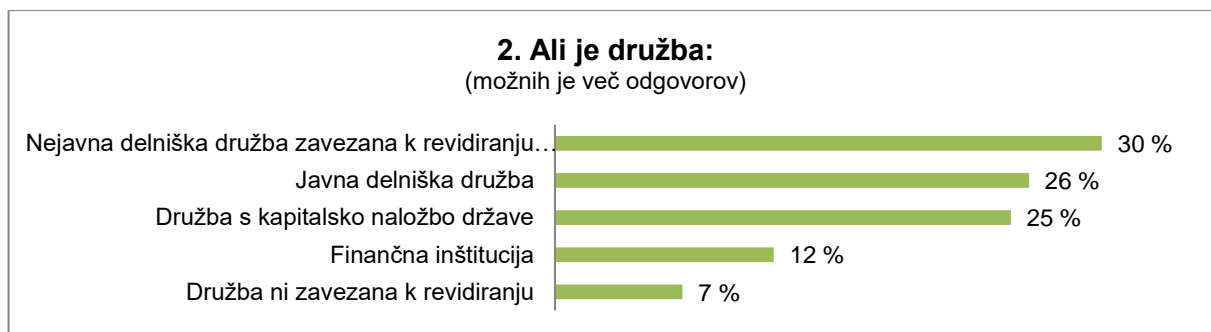
Vir: Lastna raziskava (2016).

Največ družb iz katerih izhajajo anketiranci sodi med nejavne družbe, ki so zavezane k revidiranju – 30 % (30). Hkrati sodi pet (5) izmed teh družb tudi med družbe s

²⁶ Po podatkih Ministrstva za gospodarski razvoj in tehnologijo iz leta 2015 je približno 1.300 družb, ki so s sprejetjem novele ZGD-1I zavezane k spoštovanju načel korporativnega upravljanja in izpolnjevanju izjave o upravljanju. Zakonsko določeno najmanjše število članov nadzornega sveta je 3, ter vsaj 1 član uprave, nadzorni sveti velikih družb (627) pa imajo navadno tudi svojega sekretarja oz. osebo, ki opravlja to funkcijo.

kapitalsko naložbo države. Približno enak vzorec imajo javne delniške družbe – 26 % in družbe s kapitalsko naložbo države – 25 %, pri čemer so tri (3) družbe takšne, ki sodijo v obe kategoriji. 7 % (7) družb ni zavezano k revidiranju (slika 6.2).

Slika 6.2: Tip družbe



Vir: Lastna raziskava (2016).

A. IZBOR REFERENČNEGA KODEKSA

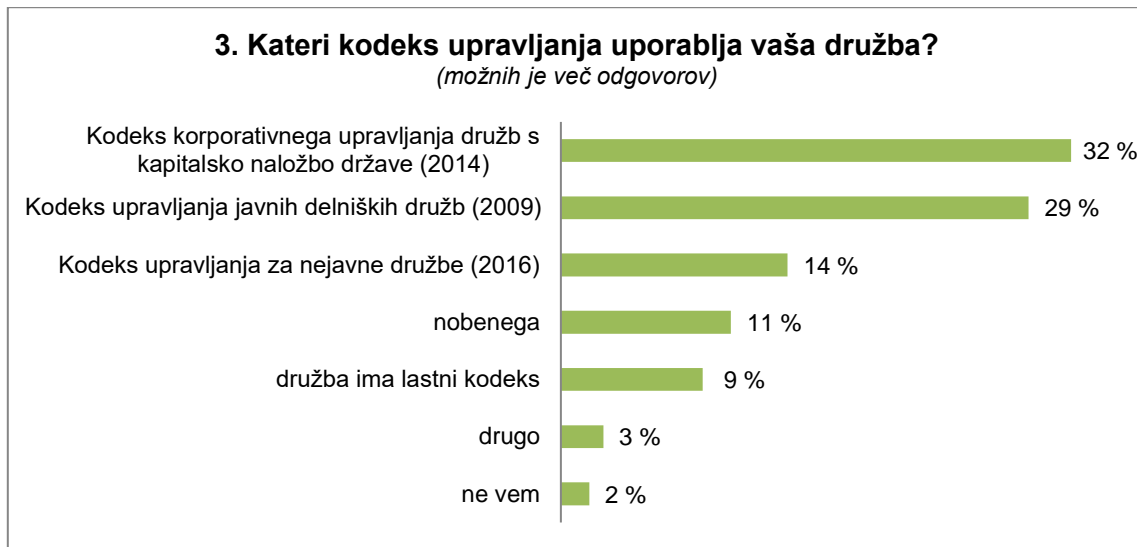
Najbolj uporabljen kodeks je Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države, ki ga uporablja 32 % (36) družb, z 29 % (33) sledi Kodeks upravljanja javnih delniških družb, od katerih 12 družb uporablja oba kodeksa, na tretjem mestu pa je najmlajši Kodeks upravljanja za nejavne družbe – 14 % (16). Nobenega kodeksa ne uporablja 11 % (12) družb, od tega največ (7) družb sodi v kategorijo nejavna delniška družba zavezana k revidiranju, v treh (3) primerih družba ni zavezana k revidiranju, v dveh (2) pa gre za finančno institucijo (slika 6.3).

Na vprašanje, zakaj ne uporabljajo kodeksa, najpogosteje navajajo, da »v družbi se še nismo odločili za uporabo katerega izmed kodeksov – družba je postala zavezana k oblikovanju izjave šele z novelo ZGD-11« (5 odgovorov), da predstavlja to »preveč birokracije« (premajhna družba ...« (3 odgovori) ter da so previsoke »administrativne ovire (preveliki stroški ...)« (3 odgovori).

Da ima družba lastni kodeks, je odgovorilo 9 % (10) družb. V treh (3) primerih družba ni zavezana k revidiranju, v dveh (2) gre za nejavno delniško družbo, zavezano k revidiranju, v 2 za družbo s kapitalsko naložbo države in v 1 za finančno institucijo. Kot drugo so navajali Etični kodeks ter kodeks skupine.

Kateri kodeks uporablja družba, nista vedela 2 anketiranca.

Slika 6.3: Kateri kodeks upravljanja uporablja vaša družba?



Vir: Lastna raziskava (2016).

Zanimivo je pogledati, kateri kodeks uporabljajo družbe glede na tip družbe. Kodeks upravljanja javnih delniških družb (2009) najbolj uporabljajo javne delniške družbe (61 % vseh javnih delniških družb), sledijo finančne institucije (27 % vseh finančnih institucij) ter družbe s kapitalsko naložbo države (23 % vseh družb s kapitalsko naložbo države).

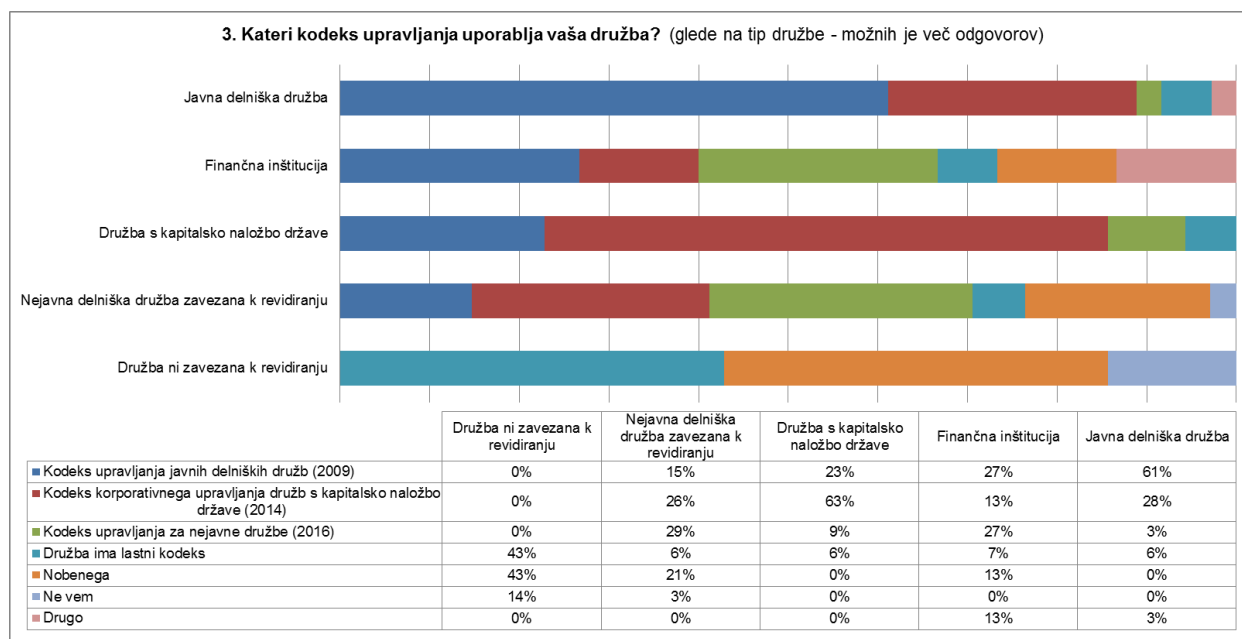
Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države (2014) daleč najbolj uporabljajo družbe s kapitalsko naložbo države (63 %), sledijo javne delniške družbe (28 %, tj. 10 družb) – pri čemer je treba upoštevati, da sodijo 3 družbe hkrati tudi med družbe s kapitalsko naložbo države. Visok delež družb, ki uporablja ta kodeks, je tudi v segmentu nejavnih delniških družb, ki so zavezane revidiranju (26 %, tj. 9 družb) – pri čemer jih sodi 5 hkrati tudi med družbe s kapitalsko naložbo države.

Kodeks upravljanja za nejavne družbe (2016), čeprav je to popolnoma nov kodeks, ki je bil izdan v mesecu maju 2016²⁷, že uporablja 29 % nejavnih delniških družb, zavezanih k revidiranju, ki jih je v prvi vrsti tudi namenjen. Kodeks uporabljajo tudi finančne institucije, kar 27 % vseh, kar je enako deležu finančnih institucij, ki uporabljajo kodeks upravljanju javnih delniških družb.

²⁷ Anketa je bila izvedena v mesecu juniju 2016.

Da ima družba lastni kodeks, pravijo v veliki večini anketiranci, ki prihajajo iz družb, ki niso zavezane revidiranju (43 %). Enak odstotek anketirancev iz teh družb tudi pravi, da ne uporabljajo nobenega.

Slika 6.4: Kateri kodeks upravljanja uporablja vaša družba (glede na tip družbe)?



Vir: Lastna raziskava (2016).

B. PROCES OBLIKOVANJA IZJAVE O UPRAVLJANJU

79 % vseh anketirancev je opravilo pregled lastne prakse korporativnega upravljanja glede na referenčni kodeks ter opravilo razmislek o razlogih za odstopanja. Pri tem je ta delež 100 % pri družbah s kapitalsko naložbo države, 91 % pri javnih delniških družbah, 86 % pri finančnih institucijah ter 64 % pri nejavnih družbah, zavezanih k revidiranju. To je opravila tudi polovica družb (3), ki niso zavezane k revidiranju (slika 6.5).

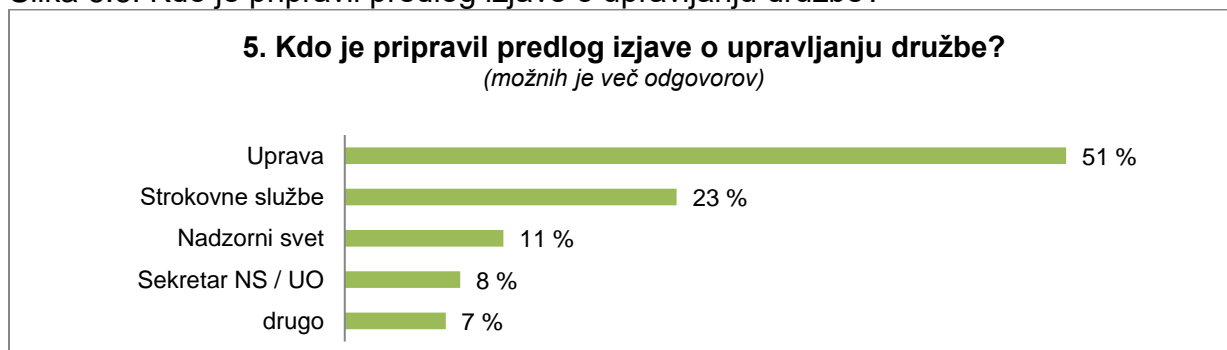
Slika 6.5: Ali ste v družbi opravili pregled lastne prakse korporativnega upravljanja glede na referenčni kodeks in izvedli razmislek o razlogih za odstopanja (glede na tip družbe)?



Vir: Lastna raziskava (2016).

Pri več kot polovici (51 %) anketirancev je uprava pripravila izjavo o upravljanju, pri čemer jim v 8 primerih sodeloval tudi nadzorni svet, v 14 strokovne službe in v 6 sekretar NS/UO. Pri 23 % (23) anketirancev so izjavo o upravljanju pripravile strokovne službe, pri čemer je v 14 primerih sodelovala tudi uprava, v 3 nadzorni svet in v 3 sekretar. Pri 11 % (11) anketirancev je izjavo o upravljanju pripravil nadzorni svet, pri čemer je v 8 primerih sodelovala tudi uprava, v 3 strokovne službe in v 2 sekretar. Kot drugo pa so navajali, da »ni bila obravnavana izjava o upravljanju« ter »skladnost poslovanja« (slika 6.6).

Slika 6.6: Kdo je pripravil predlog izjave o upravljanju družbe?

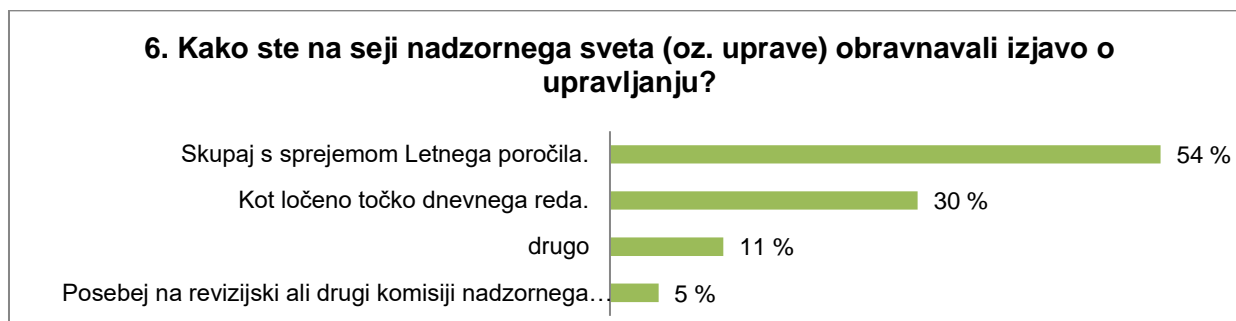


Vir: Lastna raziskava (2016).

Pri več kot polovici (51 %, tj. 34) anketirancev se je izjava o upravljanju obravnavala skupaj s sprejemom letnega poročila, pri skoraj tretjini (30 %) kot ločena točka dnevnega reda na seji NS ali uprave, posebej na komisiji RK ali kakšni drugi komisiji pa v 3 primerih (slika 6.7). Kot drugo so anketiranci navajali:

- letos smo/bomo izbrali kodeks, obravnava izjave v 2017,
- se ni obravnavala,
- ni bila obravnavana izjava o upravljanju,
- nimamo NS.

Slika 6.7: Kako ste na seji nadzornega sveta (oz. uprave) obravnavali izjavo o upravljanju?



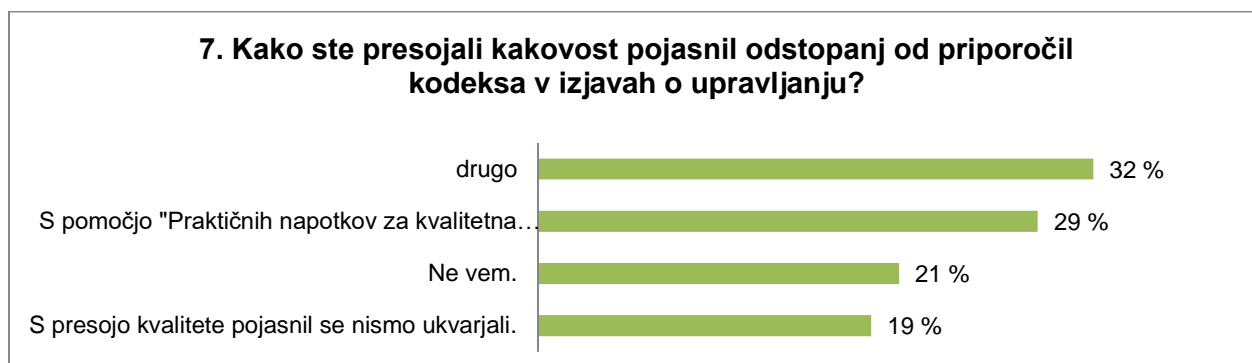
Vir: Lastna raziskava (2016).

Skoraj 40 % anketirancev se s presojo ni ukvarjalo oz. ne vedo, ali je bila presoja kakovosti pojasnil opravljena – 21 % (13) anketirancev ne ve, kako je potekala presoja, 19 % (12) pa se s presojo kakovosti ni ukvarjalo. Skoraj tretjina anketirancev (29 %, tj. 18) je navajalo, da so kakovost pojasnil odstopanj od priporočil kodeksa v izjavah o upravljanju presojali s pomočjo "Praktičnih napotkov za kvalitetna pojasnila v izjavah o upravljanju" (ZNS 2015) (slika 6.8).

Tretjina anketirancev je odgovarjalo drugo in pri tem navajalo:

- imamo znotraj sistema lastni sistem presoje,
- ni bilo presojanje,
- se ne presoja,
- doslej se nam v izjavi o upravljanju še ni bilo treba sklicevati na kodeks in pojasnjevati odstopanj.

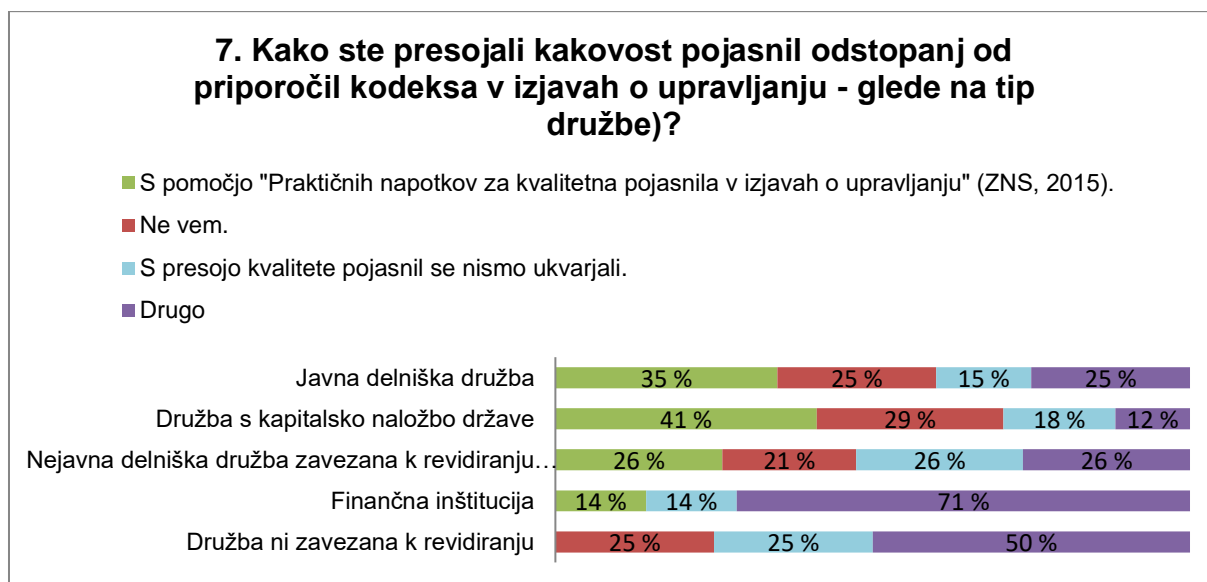
Slika 6.8: Kako ste presojali kakovost pojasnil odstopanj od priporočil kodeksa v izjavah o upravljanju?



Vir: Lastna raziskava (2016).

Največkrat so kakovost pojasnil odstopanj od priporočil kodeksa v izjavah o upravljanju presojali s pomočjo "Praktičnih napotkov za kvalitetna pojasnila v izjavah o upravljanju" (ZNS 2015) anketiranci v družbah s kapitalsko naložbo države in javnih delniških družbah, tj. v sedmih (7). V petih (5) primerih so jih uporabile nejavne delniške družbe, zavezane k revidiranju, v enem (1) pa finančne institucije (slika 6.9).

Slika 6.9: Kako ste presojali kakovost pojasnil odstopanj od priporočil kodeksa v izjavah o upravljanju (glede na tip družbe)?



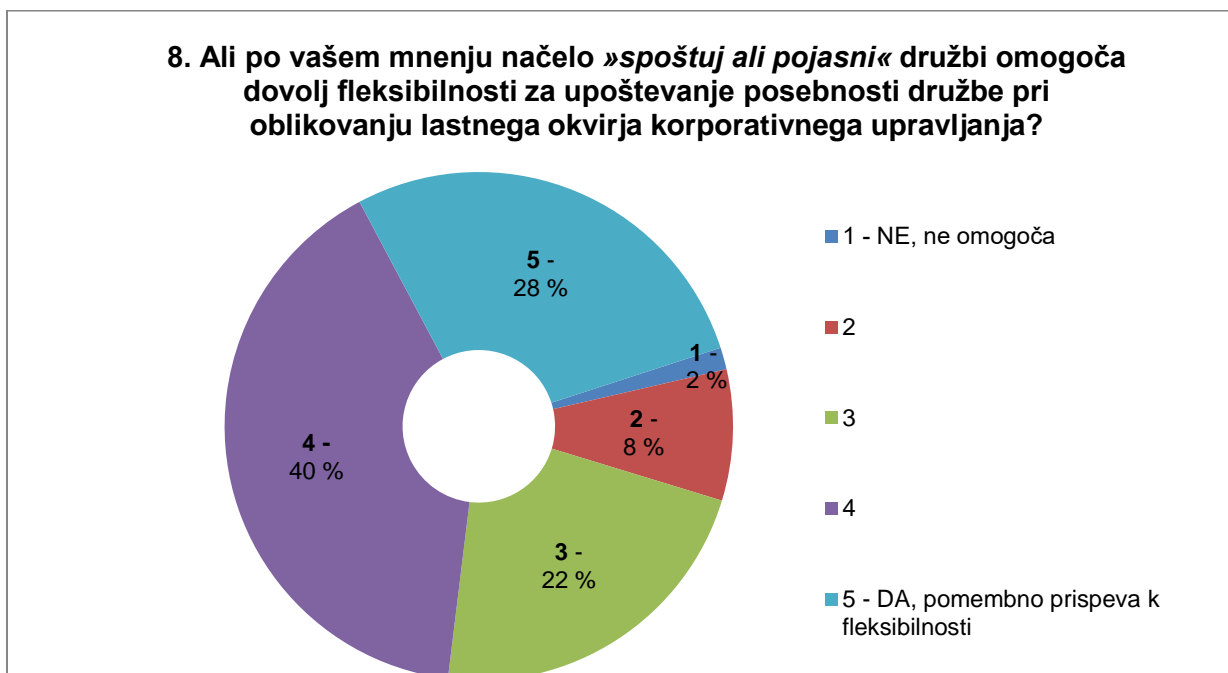
Vir: Lastna raziskava (2016).

C. POMEN IZJAVE O UPRAVLJANJU DRUŽBE – za družbo

Skladno z načelom »spoštuj ali pojasni« (ang. »*comply or explain*«) morajo družbe, ki odstopajo od priporočil referenčnega kodeksa, v izjavi o upravljanju ta odstopanja pojasniti in navesti razloge za to ter opisati alternativne prakse, ki bolj ustrezajo posebnostim družbe. Večina anketirancev (povprečna ocena je 3,8) meni, da načelo »spoštuj ali pojasni« družbi omogoča dovolj fleksibilnosti za upoštevanje posebnosti družbe pri oblikovanju lastnega okvirja korporativnega upravljanja.

Največ (40 %) anketirancev je na lestvici od 1 do 4 (pri čemer pomeni 1 – NE, ne omogoča in 5 – DA, pomembno vpliva k fleksibilnosti) izbralo oceno 4, samo en anketiranec meni, da načelo ne omogoča dovolj fleksibilnosti (slika 6.10).

Slika 6.10: Ali po vašem mnenju načelo »spoštuj ali pojasni« družbi omogoča dovolj fleksibilnosti za upoštevanje posebnosti družbe pri oblikovanju lastnega okvirja korporativnega upravljanja?



Vir: Lastna raziskava (2016).

Največ anketirancev meni, da skladnost z referenčnim kodeksom družbe spremlja in preverja skupščina delničarjev (22 %) ter regulatorji in SDH, d. d. (16 %). Pomembno vlogo pri tem so namenili tudi zaposlenim (14 %), da tega ne počne nihče, pa meni 7 % anketirancev (slika 6.11).

Kot drugo so navajali:

- ZNS in LJSE
- Težko ocenim in dam korektno mnenje.
- V mojem primeru je nadzorni svet ugotovil odstopanja, ki niso bila pojasnjena v izjavi.
- Interno – skladnost poslovanja, notranja/zunanja revizija.
- Nadzorni svet.

Slika 6.11: Kdo spremlja in preverja skladnost z referenčnim kodeksom družbe?



Vir: Lastna raziskava (2016).

Da ima neresnična izjava o upravljanju zelo negativen učinek za družbo, je s pomočjo petstopenjske lestvice (pri čemer pomeni ocena 1 – zelo negativen in 5 – zelo pozitiven učinek) ocenilo več kot polovica anketirancev, tj. 56 % (slika 6.12). Povprečna ocena je 1,7.

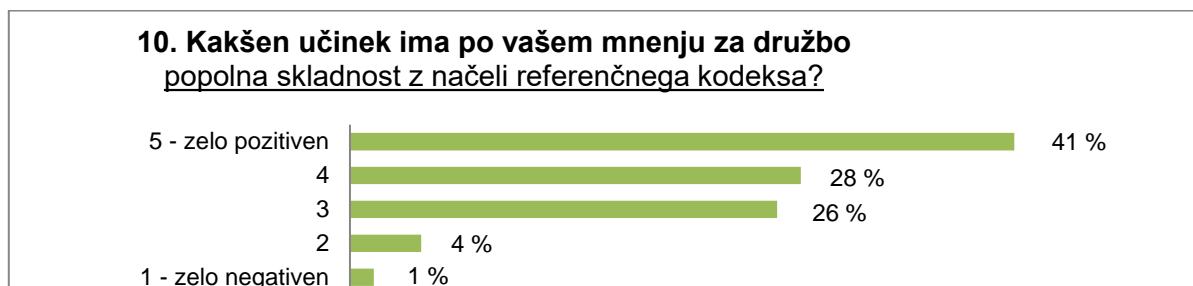
Slika 6.12: Kakšen učinek ima za družbo »neresnična izjava o upravljanju«?



Vir: Lastna raziskava (2016).

Da ima popolna skladnost z načeli referenčnega kodeksa zelo pozitiven učinek za družbo, je s pomočjo petstopenjske lestvice (pri čemer pomeni ocena 1 – zelo negativen in 5 – zelo pozitiven učinek) ocenilo največ anketirancev, tj. 41 % (slika 6.13). Povprečna ocena je 4,1.

Slika 6.13: Kakšen učinek ima za družbo »popolna skladnost z načeli referenčnega kodeksa«?



Vir: Lastna raziskava (2016).

Visokokakovostna pojasnila odstopanj od kodeksa, ki predstavljajo alternativno prakso korporativnega upravljanja, ki ustreza posamezni družbi, imajo pozitiven učinek na družbo, menijo anketiranci. Povprečna ocena je 4.0 na petstopenjski lestvici (pri čemer pomeni ocena 1 – zelo negativen in 5 – zelo pozitiven učinek), največ anketirancev (41 %) pa je ocenilo pomembnost z oceno 4 (slika 6.14).

Slika 6.14: Kakšen učinek imajo za družbo »visokokakovostna pojasnila odstopanj od kodeksa«, ki predstavljajo alternativno prakso korporativnega upravljanja, ki ustreza posamezni družbi«?



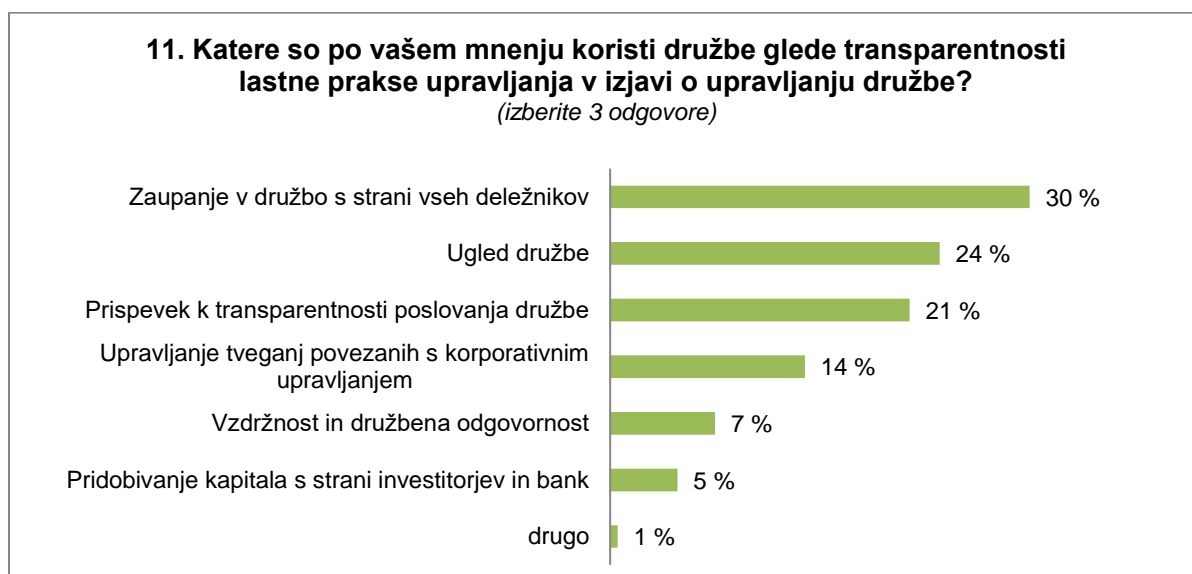
Vir: Lastna raziskava (2016).

Največje koristi glede transparentnosti lastne prakse upravljanja v izjavi o upravljanju družbe ima družba po mnenju anketirancev:

- zaupanje v družbo s strani vseh deležnikov (30 %),
- ugled družbe (24 %),
- prispevek k transparentnosti poslovanja družbe (21 %).

Najmanj koristi pa vidijo pri pridobivanju kapitala s strani investorjev in bank (slika 6.15).

Slika 6.15: Katere so po vašem mnenju koristi družbe glede transparentnosti lastne prakse upravljanja v izjavi o upravljanju družbe?



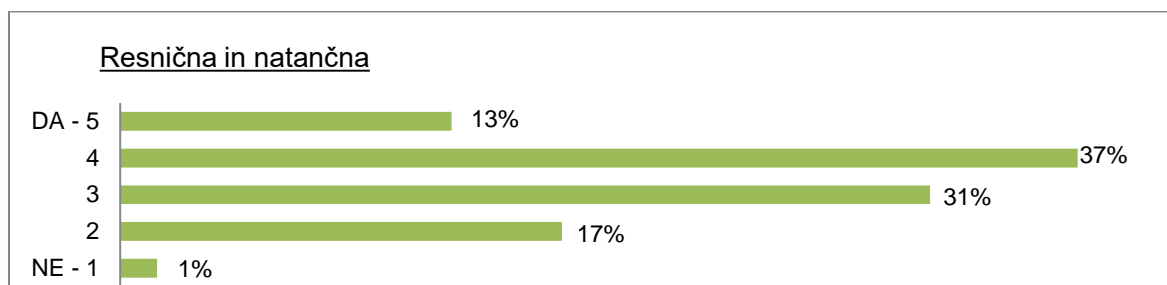
Vir: Lastna raziskava (2016).

D. POMEN IZJAVE O UPRAVLJANJU DRUŽBE – na splošno

Večina anketirancev meni, da so pojasnila odstopanj od priporočil kodeksa v izjavah o upravljanju družb sorazmerno: resnična in natančna ter zaupanja vredna ter da so originalna. S srednjo (nevtralno) oceno 3, pa jih je največ ocenilo preglednost in razumljivost. S pomočjo petstopenjske lestvice, pri čemer pomeni 1 – ne drži in 5 – drži, so ocenjevali, kakšna so po njihovem mnenju pojasnila odstopanj od priporočil kodeksa.

Resničnost in natančnost pojasnil so ocenili s povprečno oceno 3,43. Največ anketirancev (37 %) je podalo oceno štiri (4), le 1 anketiranec je menil, da niso resnična in natančna (slika 6.16).

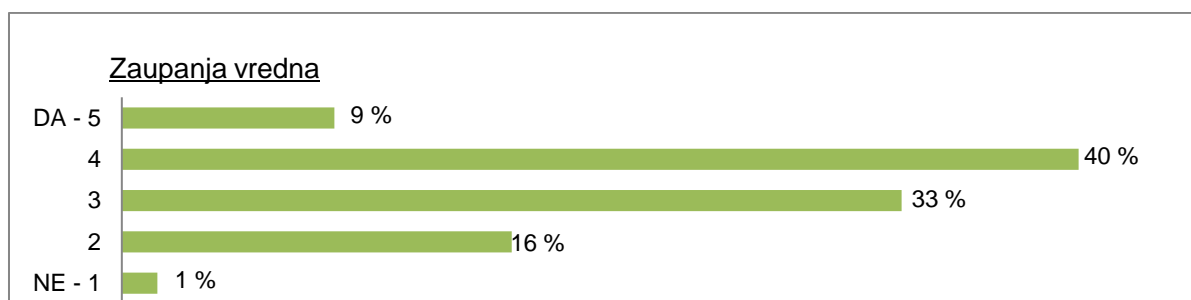
Slika 6.16: Ali so pojasnila odstopanj od priporočil kodeksa v izjavah o upravljanju družb na splošno »resnična in natančna«?



Vir: Lastna raziskava (2016).

Da so pojasnila zaupanja vredna, so ocenili s povprečno oceno 3,39. Več kot polovica (49 %) anketirancev meni, da so pojasnila zaupanja vredna (ocena 4 in 5). 33 % anketirancev, je podalo oceno tri (3), 17 % anketirancev pa meni, da niso zaupanja vredna (slika 6.17).

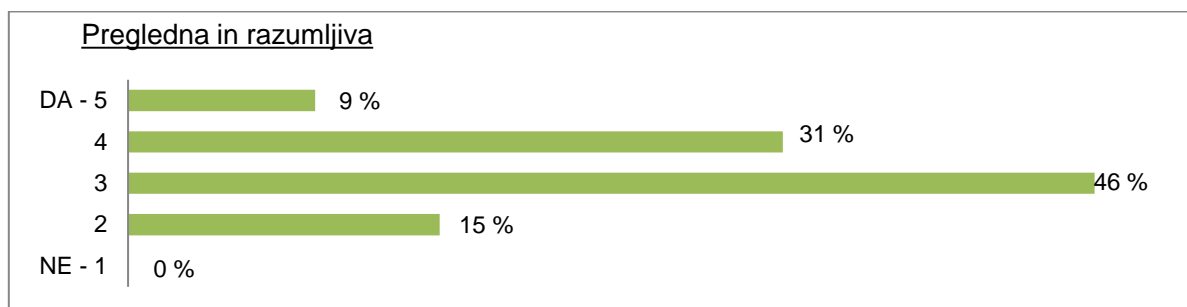
Slika 6.17: Ali so pojasnila odstopanj od priporočil kodeksa v izjavah o upravljanju družb na splošno »zaupanja vredna«?



Vir: Lastna raziskava (2016).

Preglednost in razumljivost pojasnil so ocenili s povprečno oceno 3,34. Da so pregledna in razumljiva meni 40 % anketirancev (ocena 4 in 5), največ anketirancev (46 %) je podalo oceno tri (3), 15 % pa jih meni, da niso pregledna in razumljiva (slika 6.18).

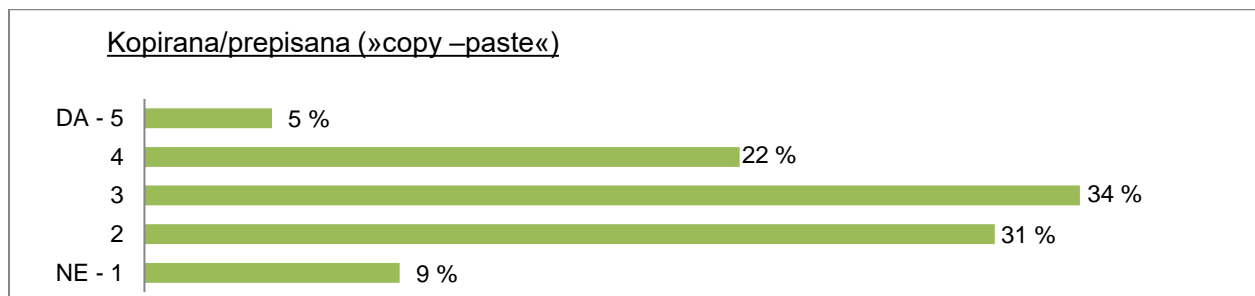
Slika 6.18: Ali so pojasnila odstopanj od priporočil kodeksa v izjavah o upravljanju družb na splošno »pregledna in razumljiva«?



Vir: Lastna raziskava (2016).

Mnenje anketirancev, ali so pojasnila kopirana/prepisana (ang. »*copy-paste*«) ali ne, je razdeljeno. Podali so povprečno oceno 2,82. Manj kot polovica (40 %) anketirancev se nagiba k mnenju pojasnila niso prepisana (ocena 1 in 2), največ anketirancev (34 %) je podalo oceno tri (3), 27 % pa jih je mnenja, da so prepisana (slika 6.19).

Slika 6.19: Ali so pojasnila odstopanj od priporočil kodeksa v izjavah o upravljanju družb na splošno »kopirana/prepisana (ang. »*copy-paste*«)«?



Vir: Lastna raziskava (2016).

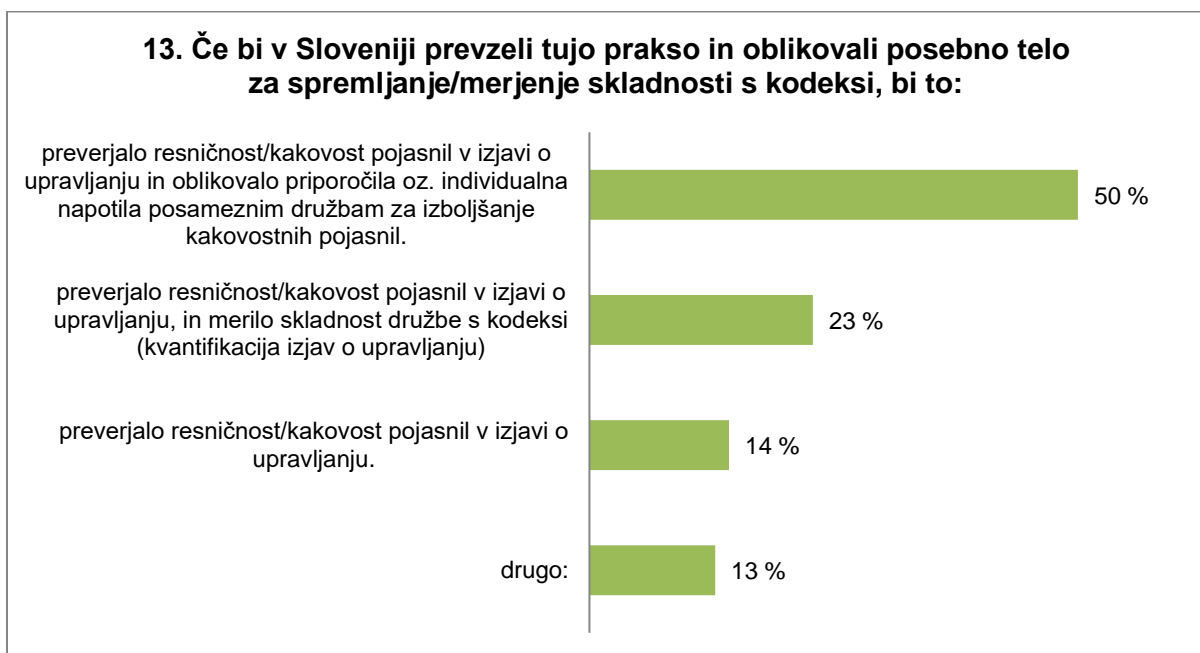
V tujini se je kot nadgradnja spremljanja in nadzora nad skladnostjo (ang. »*corporate governance monitoring*«) oblikovala tudi praksa merjenja skladnosti s kodeksi (ang. »*corporate governance scorecard*«). Pomembno vlogo pri nadzoru imajo prvenstveno regulator trga vrednostnih papirjev, ki ima tudi moč ukrepanja in sankcioniranja v primeru netočnih informacij v izjavah o upravljanju. Obstajajo pa tudi alternativni modeli v obliki t. i. »Corporate Governance Commissions« kot neke vrste komisije, ki so sestavljene iz najrazličnejših strokovnjakov in predstavnikov oz. deležnikov korporativnega upravljanja.

Če bi tudi v Sloveniji po vzoru tujih praks oblikovali posebno telo za spremljanje skladnosti, polovica (50 %) anketirancev meni, da naj bi to telo preverjalo resničnost/kakovost pojasnil v izjavi o upravljanju in oblikovalo priporočila oz. individualna napotila posameznim družbam za izboljšanje kakovostnih pojasnil.

S 23 % sledi mnenje, da bi telo preverjalo resničnost/kakovost pojasnil v izjavi o upravljanju in merilo skladnost družbe s kodeksi (kvantifikacija izjav o upravljanju), 14 % pa, da bi samo preverjalo resničnost/kakovost pojasnil v izjavi o upravljanju (slika 6.20). Kot drugo so navajali:

- imamo že preveč organov, ki skrbijo samo za svoje koristi, ne rabimo še enega;
- ne bi imelo posebnega vpliva;
- samo povečali bi že obstoječo megalomansko birokracijo razbohoteno na vseh nivojih družbe – izmerili bi pa nekaj, kar ni obvezujoče za nikogar;
- to vlogo bi lahko prevzela AJ PES, ne rabimo še ene proračunske institucije;
- dodatna poraba javnega denarja;
- ne verjamem v smiselnost takega organa;
- prineslo še več birokracije brez pravega učinka, saj vedno obstajajo luknje. kot vse ostalo v Sloveniji.

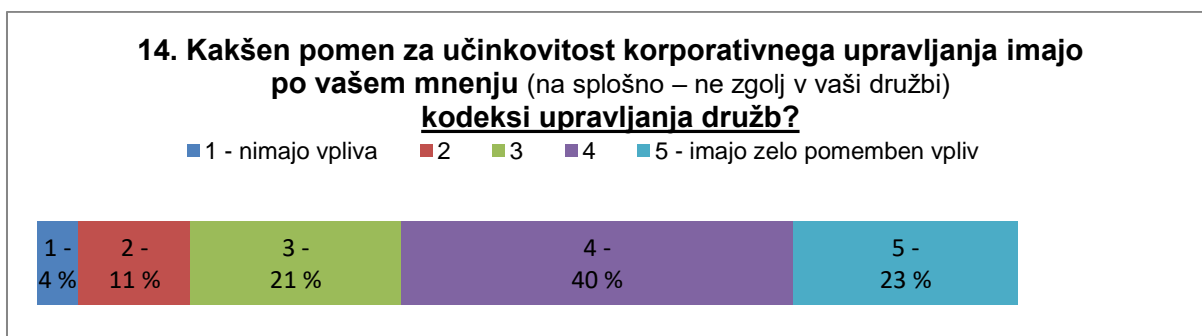
Slika 6.20: Oblikovanja posebnega telesa za spremljanje/merjenje skladnosti



Vir: Lastna raziskava (2016).

Anketiranci menijo, da imajo Kodeksi upravljanja družb na splošno pomemben vpliv na učinkovitost korporativnega upravljanja. S pomočjo petstopenjske lestvice (pri čemer pomeni 1 – nimajo vpliva in 5 – imajo zelo pomemben vpliv) so pomen ocenili s povprečno oceno 3,7. Največ anketirancev (41 %) je podalo oceno štiri (4), le 3 anketiranci so menili, da nimajo vpliva (slika 6.21).

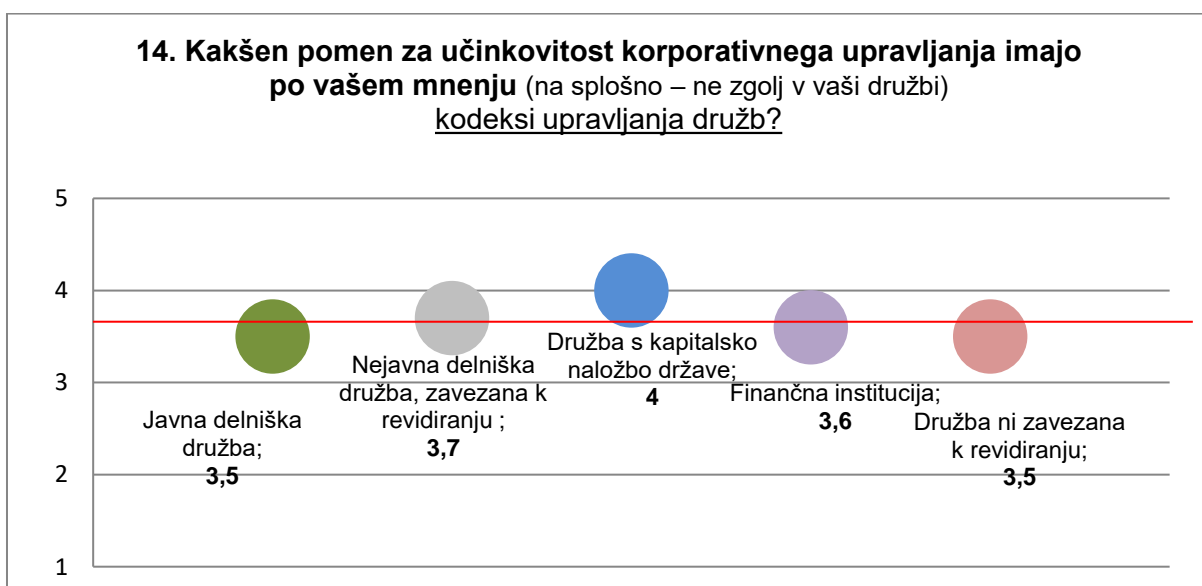
Slika 6.21: Kakšen pomen za učinkovitost korporativnega upravljanja imajo »kodeksi upravljanja družb«?



Vir: Lastna raziskava (2016).

Največji pomen kodeksom pripisujejo anketiranci iz družb s kapitalsko naložbo države – povprečna ocena 4, najmanjšo pa iz javnih delniških družb in družb, ki niso zavezane k revidiranju – povprečna ocena 3,5 (slika 6.22).

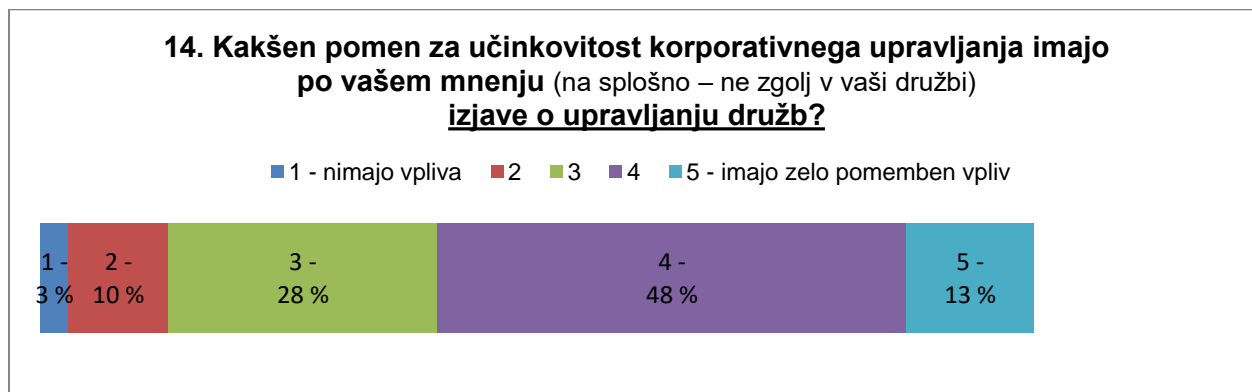
Slika 6.22: Kakšen pomen za učinkovitost korporativnega upravljanja imajo »kodeksi upravljanja družb« – glede na tip družbe?



Vir: Lastna raziskava (2016).

Vpliv izjav o upravljanju družb za učinkovitost korporativnega upravljanja so ocenili s povprečno oceno 3,6. Skoraj polovica anketirancev (48 %) je podalo oceno štiri (4), le 2 anketiranca sta menila, da nimajo vpliva (slika 6.23).

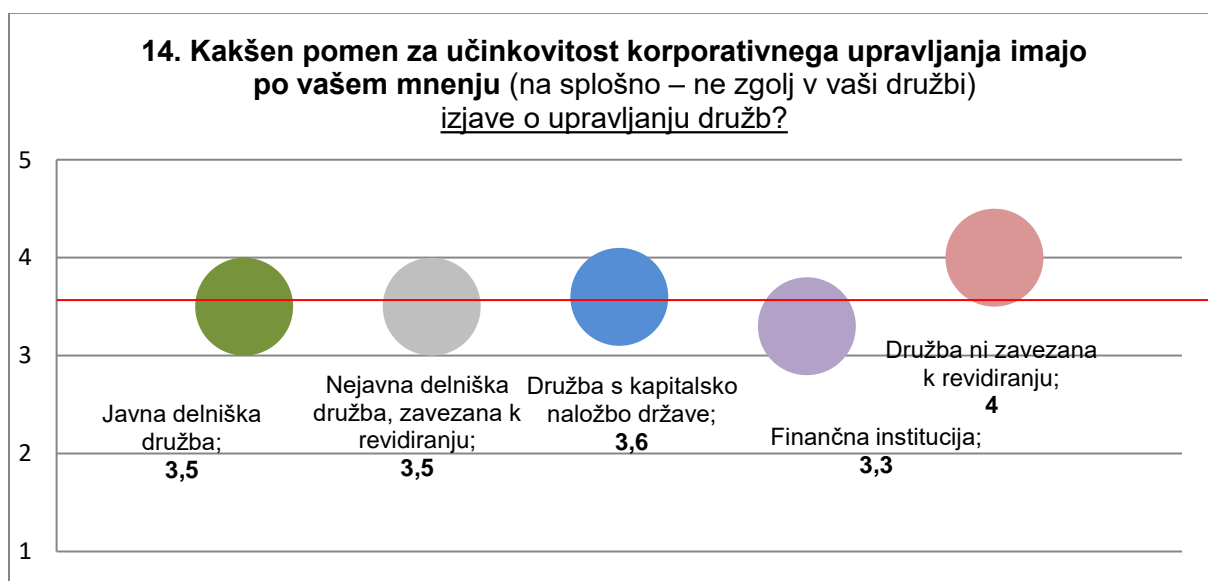
Slika 6.23: Kakšen pomen za učinkovitost korporativnega upravljanja imajo »izjave o upravljanju družb«?



Vir: Lastna raziskava (2016).

Največji pomen izjavam o upravljanju družb pripisujejo anketiranci iz družb, ki niso zavezane k revidiranju – povprečna ocena 4, najmanjši pa iz finančnih institucij – povprečna ocena 3,3 (slika 6.24).

Slika 6.24: Kakšen pomen za učinkovitost korporativnega upravljanja imajo »izjave o upravljanju družb« – glede na tip družbe?



Vir: Lastna raziskava (2016).

6.2 Pregled odstopanj skladnosti s Kodeksom upravljanja javnih delniških družb

Predmet pregleda so javne delniške družbe, s katerih delnicami se trguje na organiziranem trgu Ljubljanske borze, d. d., v okviru prve kotacije (LJSEPRVA). Kot zapisano na spletnih straneh Ljubljanske borze LJSEPRVA predstavljajo najboljši izdajatelji, ki izstopajo po likvidnosti, velikosti, transparentnosti in mednarodni prepoznavnosti. Prva kotacija je oblikovana z namenom povečanja prepoznavnosti najboljših slovenskih izdajateljev med mednarodnimi vlagatelji.

Javne delniške družbe so bile v obdobju, ki ga raziskava obravnava, edine zavezane k spoštovanju kodeksa upravljanja. Referenčni kodeks raziskave je Kodeks upravljanja javnih delniških družb (v nadaljevanju Kodeks), saj je iz Poročila o analizi skladnosti s Kodeksom upravljanja javnih delniških družb za obdobje 2011–2014 razvidno, da kljub možnosti izbire referenčnega kodeksa, javne delniške družbe v Sloveniji še vedno izbirajo omenjeni Kodeks. V letu 2014 se tako samo ena izmed družb v vzorcu ni odločila za uporabo Kodeksa, preostale družbe uporabljajo ta kodeks ali ne uporabljajo nobenega.

Kakovostna pojasnila predstavljajo pomembne informacije glede kakovosti korporativnega upravljanja družbe vsem deležnikom – tako potencialnim investitorjem, delničarjem, zaposlenim, dobaviteljem, bankam in ne nazadnje tudi strankam ... Cilj pojasnil odstopanj od kodeksa je zagotovo, da obe strani, tisti, ki pojasnjujejo in tisti, ki so jim pojasnila namenjena, razumejo, kaj je to kakovostno pojasnilo, kakšne informacije prinaša in kakšno zaupanje vzbuja. FRC je v zaključnem poročilu s srečanja predstavnikov družb in investitorjev (FRC 2012b) navedel, da če družba v izjavi o upravljanju izkaže skrbnost glede lastnega upravljanja, si mnogo lažje pridobi zaupanje delničarjev in vsako kakovostno pojasnilo odstopanja od kodeksa je popolnoma sprejemljivo. Pojasnila pa naj bodo popolna, utemeljena in skladna z vsebino. Idealna pojasnila naj bi namreč zadovoljila tako tiste delničarje, ki sicer nimajo dostopa do informacij kot tudi večje delničarje, ki bi jim ta pojasnila še okrepila zaupanje. Če pa je podjetje vredno zaupanja in mu verjamemo, to pomeni, da je verodostojno. Verodostojnost je najvišje vodilo in sodilo za vrednotenje podjetniškega ravnanja (Belak in drugi 2014, 108–109).

Kot že omenjeno so pojasnila namenjena vsem deležnikom, saj ti lahko pridobijo podatke o tem, v katerih družbah imajo dobre in pregledne sisteme upravljanja, še posebej če so podani tehtni razlogi za odstopanje. Ni pa nujno, da pojasnila tudi vsi razumejo. Raziskava o berljivosti pisem predsednikov uprave v letnih poročilih slovenskih javnih družb (Kuharič 2015), ocenjuje berljivost pisem predsednikov uprav kot skrb vzbujajočo, saj so le-ta za bralce nadpovprečno zahtevna in razumljiva le višje izobraženim posameznikom. Glede na to, da je »pismo« reprezentativni in uvodni del letnega poročila, lahko podobno predvidevamo tudi za Izjavo o upravljanju, saj je del istega letnega poročila.

A čeprav v mnogih primerih samo razkritje ne vpliva dosti na prejemnike informacij, pa bistveno vpliva na obnašanje ponudnikov informacij, včasih boljše in včasih slabše (Sunstein 2014).

Namen pregleda izjav o upravljanju v letnih poročilih javnih delniških družb ni ugotavljanje resničnosti izjav oz. podanih pojasnil odstopanj od načel Kodeksa, temveč oceniti razumevanje in delovanje načela »spoštuj ali pojasni« v praksi, kakšna pojasnila podajajo družbe ter ali morda obstajajo področja v Kodeksu, s katerimi imajo družbe težave, se jim zdijo nepomembna, oz. jih s težavo upoštevajo.

6.3 Metodologija in opis vzorca

Predmet pregleda so javne delniške družbe, s katerih delnicami se trguje na organiziranem trgu Ljubljanske borze, d. d., v okviru prve kotacije (LJSEPRVA). V analizo je tako vključenih 9 družb, ki so bile na dan 16. junija 2016 uvrščene na prvo kotacijo. Informacije o vsebini izjav o upravljanju sem pridobila v letnih poročilih teh družb. Metodologija temelji na pregledu letnih poročil v obdobju štirih let (2011–2014). Pregledovala sem izjave o upravljanju ter pojasnila odstopanj od načel Kodeksa in skušala opredeliti njihovo kakovost. Pri tem sem se oprla na tipologijo, ki sta jo oblikovala Philip J. Shrives, in Niamh M. Brennan (Shrives 2013). Njena tipologija obsega sedem kvalitativnih značilnosti pojasnila:

a) **Mesto** oz. kje v letnem poročilu je izjava o upravljanju.

Pri tej oceni sem upoštevala dolžino letnega poročila kot celote in stran, na kateri se začne izjava o upravljanju, kakor tudi kje znotraj izjave se začnejo pojasnila odstopanj od načel kodeksa.

b) **Celovitost** oz. ali vsebuje podatek, na katero načelo se nanaša pojasnilo o odstopanju in kako je to označeno.

Posamezna načela v Kodeksu so oštevilčena z arabskimi številkami, in sicer na način 1, 1.1, 1.2 itd. Direktiva 2014/208/EU Evropske komisije (Evropska komisija, 2014) poziva, da podjetja jasno navedejo, od katerih posebnih priporočil so odstopala. Za namen te analize sem predvidevala oz. opredelila naslednje možnosti:

- navedena je številka načela skupaj s pojasnilom;
- številka načela in pojasnilo sta navedena, vendar ne skupaj;
- samo pojasnilo brez navedbe številke načela;
- navedena je samo številka, brez pojasnila;
- napačna oznaka načela.

c) **Mimetično vedenje** oz. kopiranje lastnih ali pojasnil drugih družb.

Pri tem sem se osredotočila na ponavljajoče se pojasnila, tj. pojasnila, ki so neposredno kopirana (ang. »*copy-paste*«). Za izhodišče sem vzela leto 2011, ki predstavlja začetek analize.

d) **Dolžina pojasnila** (število besed) in kompleksnost (berljivost),

Za določanje dolžine posameznega pojasnila sem uporabila števnik besed, ki ga omogoča program Microsoft Office Word. Kompleksnost besedila pa sem ocenjevala, glede na subjektivno oceno berljivosti²⁸ besedila, pri čemer sem upoštevala slog pisanja, grafično obliko pisanja in logično povezanost besedila.

²⁸ Najrazličnejše kvantitativne formule za proučevanje berljivosti (npr. Flesch formula, Fog indeks ...), so prilagojene besedilom v tujem jeziku. Lahko bi sicer uporabila angleške različice letnih poročil posamezne družbe, vendar sem želela oceniti berljivost slovenskemu bralcu.

e) **Specifičnost pojasnila**

Ta kategorija pove, kako specifična oz. natančna so pojasnila. Za potrebe analize sem jih razvrstila v tri kategorije. Pri tem sem se oprla na raziskavo, ki je bila opravljena v okviru analize skladnosti s Kodeksom upravljanja javnih delniških družb za obdobje 2011–2014 (Prijović, 2015) in uporabila naslednje definicije²⁹ kakovosti pojasnil:

- specifična pojasnila (SPEC): to so pojasnila, ki navajajo specifične, družbi lastne razloge za odstopanje od priporočene prakse in opisujejo alternativno prakso in pojasnila, v katerih družba navaja, da trenutno ne spoštuje načel, a se bo v prihodnosti uskladila s priporočeno prakso (t. i. prehodna pojasnila);
- splošna pojasnila (SPLP): ne pojasni se, zakaj se pojavljajo odstopanja (to so tudi pojasnila, ki samo izražajo nestrinjanje družbe s priporočenimi ravnanji, ne pojasnjujejo pa specifičnih lastnosti družbe, zaradi katerih tako priporočilo ni primerno za družbo);
- omejena oz. nepopolna pojasnila (OP): to so pojasnila, kjer družba ne razkrije podrobno, zakaj od priporočenih ravnanj odstopa, ampak samo navede alternativno prakso.

Pri presoji kakovosti pojasnil sem za lažjo predstavo poskusila kvantificirati pojasnila. Uporabila sem vrednosti od 1 do 3, pri čemer so specifična pojasnila ovrednotena najvišje (tj. 3), omejena oz. nepopolna pa najnižje (tj. 1).

f) **Možnost preverjanja** navedb v posameznem pojasnilu.

Namen pregleda sicer ni ugotavljanje, ali so pojasnila oz. izjave resnične ali ne, sem pa želela preveriti, ali lahko uporabniki teh informacij le-te tudi preverijo, če bi to želeli. Podana je subjektivna ocena, ali je pri razlagi pojasnila moč preveriti navedene informacije. Pri tem nisem preverjala resnične dostopnosti posameznih dokumentov ali resničnosti navedb, temveč le ali pojasnilo usmerja uporabnika k pridobivanju bolj specifičnih oz. natančnejših informacij.

²⁹ Analize skladnosti s Kodeksom upravljanja javnih delniških družb za obdobje 2011–2014 (Prijović, 2015), sicer uporablja 5 tipov pojasnil, ki pa sem jih za potrebe te analize združila. Upoštevala sem samo odstopanja, prehodna pojasnila pa sem združila s specifičnimi.

6.4 Analiza rezultatov

Glede dejanske skladnosti oz. neskladnosti z načeli Kodeksa je zgolj na podlagi pregleda izjav težko delati absolutne zaključke. Ena družba (Krka, d. d.) skozi vsa štiri leta podaja izjavo o popolni usklajenosti z določbami Kodeksa upravljanja javnih delniških družb.

Družbe tudi ne navedejo vseh odstopanj, oz. se jim ne zdijo relevantne. V letnem poročilu družbe skozi tri leta zasledimo pojasnilo (nekakšen »disclaimer«): *»Nekatera priporočila Kodeksa za družbo v obravnavanem obdobju niso bila relevantna, zato jih družba ni mogla kršiti in jih posebej ne izpostavljamo. Obveznosti, naložene družbi oziroma njenim organom za določene primere, bo družba izpolnila, ko bo nastal tak primer. Ob morebitnem odstopanju od podane izjave o spoštovanju Kodeksa bo družba poskrbela za ustrezno pravočasno objavo«* (letna poročila Telekoma Slovenije v letih 2011, 2012 in 2013). Predvidevam, da je razlog v želji po čim večji skladnosti s kodeksom. Na to kaže tudi izvedena anketa (Anketa, 2016), kjer skoraj polovica anketirancev meni, da ima popolna skladnost z načeli referenčnega kodeksa zelo pozitiven učinek za družbo.

Tabela 6.1: Pregled vseh odstopanj družb prve kotacije v letih 2011–2014 iz Analize skladnosti s Kodeksom upravljanja javnih delniških družb za obdobje 2011–2014.

	2011	2012	2013	2014
Gorenje, d. d.	13	4	5	12
Intereuropa, d. d.	3	3	2	2
Krka, d. d.	/	/	/	/
Luka Koper, d. d.	/	1	/	/
Poslovni sistem Mercator, d. d.	5	4	4	4
Petrol, d. d.	8	9	10	9
Pozavarovalnica Sava, d.d.	9	6	6	5
Telekom Slovenije, d. d.,	2	6	3	1
Zavarovalnica Triglav, d. d.	2	2	2	/
število vseh odstopanj	42	35	32	33
povprečno število na družbo	6	5	4,6	4,7

Vir: Prijović (2015).

a) Mesto

Letna poročila družb postajajo vse daljša³⁰ in posledično je tudi bralcu težje asimilirati vse informacije in lahko se zgodi, da ostane kakšna pomembna informacija tudi spregledana. Zato je mesto, kje so informacije podane pomembno. Pri tem je pomembna tako preglednost kot hitra oz. lahka dostopnost do informacij. Po nekaterih raziskavah naj bi mesto, kjer so posamezne informacije razkrite, glede na časovno omejeno pozornost bralca oz. v tem primeru investitorja, vplivalo celo na vrednost delnice (po Shrivies 2013). Pri pregledu ne podajam ocene, katero mesto oz. lokacija znotraj letnega poročila je primernejša, je pa zagotovo uporabniku prijaznejše, če pojasnila niso razpršena in so informacije podane kot zaokrožena celota, tj. na začetku ali na koncu poslovnega poročila (oz. izjave o upravljanju).

Pri vseh družbah je izjava o upravljanju kot del poslovnega poročila vključena v prvo tretjino letnega poročila (tabela 6.2).

Tabela 6.2: Stran začetka izjave o upravljanju glede na število strani celotnega Letnega poročila družbe:

	2011	2012	2013	2014
Gorenje, d. d.	35 od 221	40 od 213	34 od 176	38 od 164
Intereuropa, d. d.	48 od 164	19 od 196	18 od 198	19 od 202
Krka, d. d.	22 od 204	27 od 212	27 od 216	21 od 237
Luka Koper, d. d.	27 od 232	26 od 222	29 od 272	33 od 233
Poslovni sistem Mercator, d. d.	23 od 269	16 od 232	17 od 247	21 od 261
Petrol, d. d.	19 od 99	19 od 101	19 od 99	19 od 95
Pozavarovalnica Sava, d.d.	24 od 228	26 od 281	35 od 350	36 od 362
Telekom Slovenije, d. d.,	35 od 219	40 od 240	43 od 243	40 od 280
Zavarovalnica Triglav, d. d.	32 od 269	26 od 215	30 od 218	26 od 294

Vir: Lastna analiza (2016)

Znotraj same izjave o upravljanju pa je izjava spoštovanju kodeksa oz. skladnosti z načeli kodeksa pri dobri polovici (5 od 9) družb na samem začetku (Primer 1, Primer

³⁰ Raziskava »Swimming in words« (Deloitte, 2010) iz leta 2010 kaže, da se je povprečna dolžina letnega poročila družb v Veliki Britaniji povečala iz 44 strani v letu 1996 na 101 v letu 2016.

2 in Primer 3), medtem ko je pri preostalih na koncu (Primer 4). Družbe tako načeloma sledijo alinejam, ki jih navaja zakonsko določilo (70. člen ZGD-1):

»(5) Družbe, ki so zavezane k reviziji, vključijo v svoje poslovno poročilo izjavo o upravljanju družbe. Izjava se vključi kot poseben oddelek poslovnega poročila in vsebuje vsaj naslednje:

1. sklicevanje na:
 - kodeks o upravljanju, ki velja za družbo, z navedbo podatka o javni dostopnosti besedila kodeksa,
 - kodeks o upravljanju, ki ga je družba prostovoljno sklenila uporabljati, z navedbo podatka o javni dostopnosti besedila kodeksa in
 - vse ustrezne podatke o upravljanju, ki presega zahteve tega zakona, z navedbo, kje je njena praksa upravljanja javno dostopna;
2. podatke o obsegu odstopanja od kodeksov o upravljanju po prvi in drugi alineji prejšnje točke. Pri tem je treba razložiti, katerih delov kodeksa o upravljanju družba ne upošteva in o razlogih za to. Če družba ne uporablja nobene določbe kodeksov o upravljanju, je treba pojasniti razloge za neuporabo;
3. opis glavnih značilnosti sistemov notranjih kontrol in upravljanja tveganj v družbi v povezavi s postopkom računovodskega poročanja;
4. podatke iz 3., 4., 6., 8. in 9. točke šestega odstavka tega člena;
5. podatke o delovanju skupščine družbe in njenih ključnih pristojnostih ter opis pravic delničarjev in načinu njihovega uveljavljanja;
6. podatke o sestavi in delovanju organov vodenja ali nadzora ter njihovih komisij.«

Primer 1 (Izjava o upravljanju, Letno poročilo 2013, Luka Koper, d. d.):

- **izjava o skladnosti** z določbami Kodeksa upravljanja javnih delniških družb,
- izjava o skladnosti z določbami Kodeksa upravljanja kapitalskih naložb Republike Slovenije in s Priporočili upravljavca neposrednih in posrednih kapitalskih naložb Republike Slovenije,
- odstopanje od delov posamičnih Priporočil upravljavca neposrednih in posrednih kapitalskih naložb Republike Slovenije,
- glavne značilnosti sistemov notranjih kontrol in upravljanja tveganj v družbi,
- podatki v zvezi s prevzemno zakonodajo,

- podatki o delovanju in ključnih pristojnostih skupščine družbe ter opis pravic delničarjev
- podatki o sestavi in delovanju organov vodenja in nadzora ter njihovih komisij

Primer 2 (Izjava o upravljanju družbe, Letno poročilo 2014, Poslovni sistem Mercator, d. d.):

- **sklicevanje na Kodeks o upravljanju,**
- **skladnost z določili Kodeksa,**
- razmerje med družbo in delničarji,
- nadzorni svet,
- opis glavnih značilnosti notranjih kontrol in upravljanja tveganj v družbi v povezavi s postopkom računovodskega poročanja,
- revizija,
- struktura največjih imetnikov vrednostnih papirjev družbe na dan 31. 12. 2014,
- pravila družbe o imenovanju in zamenjavi članov organov vodenja ali nadzora ter o spremembah statuta,
- podatki o delovanju skupščine družbe in opis pravic delničarjev ter način njihovega uveljavljanja,
- podatki o sestavi organov vodenja in nadzora,
- podatki o delovanju in sestavi revizijske komisije,
- upravljanje odvisnih družb.

Primer 3 (Izjava o upravljanju družbe na podlagi 70. člena zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1), Letno poročilo 2014, Pozavarovalnica Sava, d. d.)

- politika upravljanja,
- **izjava o spoštovanju Kodeksa upravljanja javnih delniških družb,**
- organi upravljanja Pozavarovalnice Sava,
- opis glavnih značilnosti sistemov notranjih kontrol in upravljanja tveganj v družbi v povezavi s postopkom računovodskega poročanja,
- zunanja revizija,
- navedba podatkov v skladu s 6. odstavkom 70. člena ZGD-1.

Primer 4 (Izjava o upravljanju družbe, Letno poročilo 2014, Intereuropa, d. d.):

- skupščina delničarjev,

- nadzorni svet,
- uprava,
- vodenje in upravljanje družb v koncernu,
- etični kodeks,
- revizija poslovanja,
- opis glavnih značilnosti notranjih kontrol in upravljanja tveganj v družbi v povezavi s postopkom računovodskega poročanja,
- podatki o pomembnem neposrednem in posrednem imetništvu vrednostnih papirjev družbe, v smislu doseganja kvalificiranega deleža, posebnih kontrolnih pravic in omejenih glasovalnih pravic,
- **izjava o skladnosti** s Kodeksom upravljanja javnih delniških družb.

b) **Celovitost**

Celovitost podane informacije zagotovo pomaga tako pri razumevanju posameznega pojasnila kot tudi pri primerjavi oz. preverjanju. Ob jasni navedbi zaporedne številke načela zagotovo ni dvoma, na katero načelo se pojasnilo nanaša, medtem ko pri odsotnosti številke kljub še tako natančnemu pojasnilu vedno obstaja nekaj dvoma za katero načelo gre (nekateri pojmi se lahko pojavljajo tudi v več načelih).

Skoraj vse družbe skozi vsa štiri leta navajajo podatek, na katero načelo se nanaša pojasnilo o odstopanju. Le ena družba za leti 2011, 2012 in 2013 ne navaja številke načela, na katero se nanaša pojasnilo o odstopanju, vse ostale to navajajo jasno.

To uporabnikom omogoča hiter in jasen pregled, kar sovпада s priporočili Evropske komisije v Direktivi 2014/208/EU, da morajo biti pojasnila za odstopanja jasno predstavljena v izjavi o upravljanju podjetja, in sicer tako, da jih delničarji, vlagatelji in druge zainteresirane strani zlahka najdejo. To je mogoče na primer tako, da se sledi vrstnemu redu priporočil v zadevnem kodeksu ali z združevanjem vseh pojasnil o odstopanjih v istem delu izjave o upravljanju podjetij, če je uporabljena metoda natančno pojasnjena. (Evropska komisija, 2014),

c) **Mimetično vedenje**

Če pojasnilo ni prilagojeno posebej za družbo, obstaja tveganje, da informacije ne zajamejo celotnega namena »pojasni«, ki je del načela »spoštuj in pojasni«. Strokovne službe znotraj družbe naj bi vsako leto v sodelovanju s sekretarjem ali

komisijo nadzornega sveta pripravila pojasnila o ugotovljenih odstopanjih. Pojasnila naj bi odražala posebnosti družbe in utemeljevala drugačno prakso, ki je primernejša za posamezno družbo.

Iz pregleda pojasnil je razvidno, da družbe, ki pojasnjujejo odstopanja od načel Kodeksa, v večini primerov ponavljajoča se odstopanja prepisujejo iz preteklega leta (tabela 6.3). Tako so v letu 2012 tri (3) družbe vsa svoja pojasnila neposredno prepisala iz preteklega leta (tj. leta 2011), ena pa ni prepisala le enega pojasnila (od skupaj 9 pojasnil). V letu 2012 le dve družbi (2) nista prepisali nobenega pojasnila. V letu 2013 je ta trend še višji, kljub temu da se je število družb, ki so prepisala vsa pojasnila, zmanjšalo iz treh (3) družb na dve (2) družbi, pa se je povečal odstotek prepisanih pojasnil.

Nekoliko manj prepisanih pojasnil je v letu 2014, kar pa gre pripisati tudi temu, da so kar tri družbe v izjavi podale popolno skladnost z načeli Kodeksa (v letu 2012 popolno skladnost navaja ena družba, v letu 2012 pa dve družbi).

Tabela 6.3: Odstotek ponavljajočih se prepisanih pojasnil (glede na vsa pojasnila v tekočem letu):

	*2011	2012	2013	2014
Gorenje, d. d.		100%	80%	33%
Intereuropa, d. d.		33%	50%	100%
Krka, d. d.		/	/	/
Luka Koper, d. d.		0%	/	/
Poslovni sistem Mercator, d. d.		100%	100%	75%
Petrol, d. d.		89%	90%	78%
Pozavarovalnica Sava, d.d.		17%	83%	60%
Telekom Slovenije, d. d.,		0%	67%	0%
Zavarovalnica Triglav, d. d.		100%	100%	/

Vir: Lastna analiza (2016)

Ponavljajoča se pojasnila oz. neposredno kopiranje pojasnil iz preteklega leta lahko namiguje na dejstvo, da družbe oz. posamezni organi znotraj družbe izjave o

skladnosti ne obravnavajo vsako leto. Lahko pa je obravnava tudi pomanjkljiva oz. ne dovolj podrobna. Rezultati anketne raziskave (anketa 2016) namreč kažejo, da je velika večina (79 %) vseh anketirancev opravilo pregled lastne prakse korporativnega upravljanja glede na referenčni kodeks ter opravilo tudi razmislek o razlogih za odstopanja.

Pri nadaljnji primerjavi ugotovitev z anketno raziskavo (Anketa, 2016) vidimo, da je mnenje anketirancev o tem, ali so pojasnila kopirana/prepisana (*ang.* »*copy – paste*«) ali ne, razdeljeno (povprečna ocena 2,82), je pa največ anketirancev (34 %) podalo srednjo oceno. To morda pomeni, da ne vedo, ali se pojasnila ponavljajo ali pa tega v sklopu celotnega letnega poročila morda niso opazili. Le slaba tretjina jih je mnenja, da so prepisana

d) Dolžina pojasnila

Za kakovost pojasnila je pomembna tudi njegova berljivost (tj. da ga bralec lahko brez težav prebere in razume). Na berljivost besedila vpliva razumljivost in zmožnost zapomnitve določenega besedila (Kuharič 2015). Pri tem je zagotovo pomembna dolžina posameznega pojasnila, ki mora biti prilagojena sami vsebini pojasnila. Želja po odvrtitvi pozornosti od pojasnila je lahko vzrok kratkim in nekakovostnim pojasnilom. Po drugi strani pa lahko predolga pojasnila s svojo zapletenostjo uporabnika odvrnejo od branja.

Philip J. Shrives, in Niamh M. Brennan v svojem delu (Shrives 2013), kot optimalno dolžino pojasnila besedilo navajata dolžine od 100 do 199 besed³¹. Besedilo, ki ima več kot 200 besed, je predolgo, besedilo z manj kot 30 besedami pa absolutno prekratko (po študijah, ki jih navajata je nemogoče zagotoviti primerno pojasnilo z manj kot 30 besedami).

Dolžina pojasnil večine družb iz analize (z manjšimi odstopanji v letu 2014) se giblje med 30 in 59 besed (tabela 6.4). Ena družba ima zelo kratka pojasnila, tj. manj kot 15 besed (primer 5) in ena družba ima daljše pojasnilo (79 besed), ki je prehodno pojasnilo in je glede na definicijo kakovosti, uvrščeno med specifična pojasnila.

³¹ Pri tem je treba upoštevati, da je imel angleški jezik leta 2009 približno 1 milijon besed, slovenski jezik pa polovico manj, tj. okoli 500.000.

Tabela 6.4: Povprečna dolžina (število besed) posameznega pojasnila v tekočem letu:

	Gorenje, d. d.				Intereuropa, d. d.				Krka, d. d.			
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
100 -199												
60 - 99				66,8								
30 - 59	56,5	46,3	42,8		32,7	44,7	40,0	40,0				
15- 29												
≤15												
	Luka Koper, d. d.				PS Mercator, d. d.				Petrol, d. d.			
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
100 -199												
60 - 99	/	79,0	/	/								
30 - 59					34,4	41,0	41,0	38,8	33,8	35,4	36,1	34,4
15- 29												
≤15												
	Pozavarovalnica Sava, d.d.				Telekom Slovenije, d. d.				Zavarovalnica Triglav, d. d.			
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
100 -199				81,4								
60 - 99	67,4	60,5	64,8									
30 - 59					34,5	30,2	53,3					
15- 29								24,0	15,0	15,0	15,0	/
≤15												

Vir: Lastna analiza (2016)

Primer 5:

»Sekretar Nadzornega sveta ni imenovan. Naloge sekretarja Nadzornega sveta opravlja ustrezna strokovna služba v družbi.« (Izjava o upravljanju družbe, Letno poročilo 2012, Zavarovalnica Triglav, d. d.)

V Direktivi 2014/208/EU o kakovosti poročanja o upravljanju družbe (Evropska komisija, 2014) je priporočeno, da bi se morala družba pri zagotavljanju informacij izogibati uporabi standardiziranega jezika in se osredotočiti na posebne okoliščine, v katerih deluje družba, ki pojasnjuje odstopanje od priporočila. Pojasnila bi morala biti strukturirana in predstavljena na takšen način, da jih je mogoče enostavno razumeti in uporabiti. To bo delničarjem olajšalo konstruktivni dialog z družbo, kar je tudi namen teh pojasnil.

e) **Specifičnost**

Specifičnost pojasnila nam kaže, koliko časa so družbe namenile vsebini pojasnil v procesu oblikovanja izjave o upravljanju ter kako pomembna so za posamezno družbo kakovostna pojasnila.

79 % vseh anketirancev (anketa 2016) je opravilo pregled lastne prakse korporativnega upravljanja glede na referenčni kodeks ter opravilo razmislek o razlogih za odstopanja, kakovost pojasnil pri pregledu letnih poročil družb prve kotacije pa kaže na to, da sta se le dve družbi prejeli oz. se približali najvišji oceni (tj. 3), ki označuje najbolj zaželeno kakovost pojasnila. Pet družb ima srednjo (tj. 2) povprečno oceno pojasnila.

To deloma potrjuje tudi anketa, iz katere je razvidno, da se skoraj 40 % anketirancev s presojo kakovosti pojasnil odstopanj ni ukvarjalo oz. ne vedo, ali je bila presoja kakovosti pojasnil opravljena. Le tretjina anketirancev pa je navajala, da so kakovost pojasnil odstopanj od priporočil kodeksa v izjavah o upravljanju presojali s pomočjo "Praktičnih napotkov za kvalitetna pojasnila v izjavah o upravljanju" (Prijović, 2015a).

Tabela 6.5: Kakovost pojasnil:

	2011	2012	2013	2014	2011 - 2014
Gorenje, d. d.	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8
Intereuropa, d. d.	1,7	1,7	2	2	1,9
Krka, d. d.	/	/	/	/	/
Luka Koper, d. d.	/	3	/	/	3,0
Poslovni sistem Mercator, d. d.	1,8	2	2	2	2,0
Petrol, d. d.	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Pozavarovalnica Sava, d.d.	2,2	1,9	1,9	1,8	2,0
Telekom Slovenije, d. d.,	3	2,2	1,3	1	1,9
Zavarovalnica Triglav, d. d.	2	2	2	/	2,0

Legenda: 3 = najbolj zaželeno kakovost pojasnila ... 1 = najmanj zaželeno kakovost pojasnila

Vir: Lastna analiza (2016).

f) Možnost preverjanja

Člen 20(1) Direktive 2013/34/EU Evropskega parlamenta in Sveta (z dne 26. junija 2013) od podjetij, ki kotirajo na borzi, zahteva, naj v izjavi o upravljanju zagotovijo informacije o posebnih vidikih ureditev upravljanja: Pri sklicevanju na kodeks o upravljanju podjetja, podjetje navede tudi, kje so zadevna besedila javno dostopna. Pri navajanju praks upravljanja podjetja, ki se uporabljajo poleg zahtev nacionalnega prava, pa naj podjetje objavi podrobnosti o svojih praksah upravljanja. Nadalje pa Direktiva 2014/208/EU Evropske komisije (Evropska komisija, 2014) priporoča, da bi morala podjetja te informacije dajati na voljo na svojih spletnih straneh in v svoje poročilo o upravljanju vključiti sklic na spletno stran, tudi če zagotavljajo informacije že z drugimi sredstvi, ki so določena v Direktivi 2013/34/EU. Vse to zato, da bi delničarjem, vlagateljem in drugim zainteresiranim stranem zagotovila lažji dostop do vseh potrebnih informacij.

Pri pregledu letnih poročil družbe v svojih pojasnilih v večini navajajo, ali se sklicujejo na druge dokumente (npr. poslovnik), ali pa je prakso, ki je navedena v pojasnilu moč preveriti prek drugih virov, ni pa v pojasnilu neposredne navedbe vira (primer 6), pri eni družbi pa ni podanega niti posrednega sklicevanja (primer 7).

Primer 6:

»Priporočilo 8.4.: Ker družba v največji meri skrbi za varovanje poslovnih skrivnosti ter dokumente, namenjene članom nadzornega sveta, obravnava z najvišjo mero zaupnosti, družba gradiva in sklice sej pošilja članom nadzornega sveta predvsem v fizični obliki.« (Letno poročilo 2014, Gorenje, d. d.).

Primer 7:

»Sekretar Nadzornega sveta ni imenovan. Naloge sekretarja Nadzornega sveta opravlja ustrezna strokovna služba v družbi« (Letno poročilo 2014, Zavarovalnica Triglav, d. d.).

7 SKLEP

- Teza: Princip »spoštuj ali pojasni« družbe razumejo in ga implementirajo.

Skladno z načelom »spoštuj ali pojasni« (ang. »*comply or explain*«) morajo družbe, ki odstopajo od priporočil referenčnega kodeksa, v izjavi o upravljanju ta odstopanja pojasniti in navesti razloge za to ter opisati alternativne prakse, ki bolj ustrezajo posebnostim družbe. S tem načelo posamezni družbi omogoča dovolj fleksibilnosti za upoštevanje posebnosti družbe pri oblikovanju lastnega okvirja korporativnega upravljanja. To se izraža v vsakoletnih pojasnilih od načel referenčnega kodeksa, ki jih morajo družbe navesti v letnem poročilu v izjavi o upravljanju.

Iz ankete o pomenu izjav o upravljanju družbe (anketa 2016) je razvidno, da je mnenje posameznikov (anketirancev), da načelo »spoštuj ali pojasni« družbi omogoča in pomembno prispeva k fleksibilnosti pri oblikovanju lastnega okvira korporativnega upravljanja, prilagojenega posebnostim družbe. Pri pregledu letnih poročil družb prve kotacije oz. pregledu (ne)skladnosti s Kodeksom upravljanja javnih delniških družb, pa se pokaže, da je se število vseh odstopanj oz. pojasnil znižuje. To morda vseeno kaže na napačno razumevanje načela »spoštuj in pojasni« ali pa le močno željo družb po čim večji skladnosti s kodeksom. Na to kaže tudi izvedena anketa, iz katere je razvidno, da skoraj polovica anketirancev meni, da ima popolna skladnost z načeli referenčnega kodeksa zelo pozitiven učinek za družbo (anketa 2016).

Popolna skladnost z načelom je percipirana kot visoko pozitivna in družbe se tako morda še vedno ne zavedajo, da če družba s specifičnimi pojasnili predstavi ustrezno alternativno prakso, je to enako (oz. še »bolje«), kot da bi dosegala golo skladnost z načelom referenčnega kodeksa.

Vsekakor bo v prihodnje zanimivo pogledati kako se bodo temu principu prilagodile in ga interpretirale družbe, ki so od julija 2015 na novo zavezane k oblikovanju izjave o upravljanju in jo bodo morale vključiti v letno poročilo v prihodnjem letu (2017).

- Teza: Smiselna in kakovostna pojasnila so pomembna za učinkovitost sistema »spoštuj ali pojasni«.

Osnovno vodilo pri oblikovanju izjave o upravljanju je torej premik od popolne skladnosti k oblikovanju kakovostnih pojasnil odstopanj od priporočil kodeks. Da bi torej sistem »spoštuj ali pojasni« deloval, so potrebna visokokakovostna pojasnila, ki jih bodo uporabniki spremljali in ne bodo zgolj sama sebi namen. Visokokakovostna pojasnila odstopanj od kodeksa, ki predstavljajo alternativno prakso korporativnega upravljanja, ustrezno posamezni družbi imajo pozitiven učinek na družbo, menijo anketiranci (anketa 2016). Pri pregledu poročil pa vidimo, da se je le ena družba s svojimi pojasnili približala oceni 3, ki je najbolj zaželena kakovost pojasnila.

Če naj bo sistem »spoštuj ali pojasni« učinkovit morajo »zunanji uporabniki« informacij, zaupati družbi, da le-ta podaja vse informacije (tudi pojasnila) skladno z najvišjimi standardi korporativnega upravljanja, po drugi strani pa morajo družbe verjeti, da se bodo njihova pojasnila primerno upoštevala. Kjer to medsebojno zaupanje obstaja, lahko sistem, ki temelji na načelu »spoštuj ali pojasni«, ureja odnose na trgu brez posega regulatorja. Iz ankete (anketa 2016) je razvidno, da kljub temu, da večina anketirancev meni, da transparentnost pomembno vpliva na zaupanje v družbo, samim pojasnilom popolnoma zaupa le malo posameznikov. Večina je svoje zaupanje in resničnost ter natančnost ocenila z nekoliko dvoma.

Vzpostavitev medsebojnega zaupanja vseh deležnikov, ki je bistvenega pomena, pa je odvisna od splošnih družbenih načel po eni ter institucionalne ureditve po drugi strani. Institucionalna ureditev mora zagotoviti, da so pojasnila verodostojna alternativa regulatorni oz. zakonodajni praksi. Dvom v načelo »spoštuj ali pojasni« se lahko pojavi, če se zdi, da le-ta ne omogoča fleksibilnosti in inovativnosti ter trajnostnega razvoja družbe, ki podlaga za dolgoročno uspešnost družbe.

- Teza: Kakovostnejša pojasnila so uporabnejša za investitorje.

Največje koristi glede transparentnosti lastne prakse upravljanja v izjavi o upravljanju družbe ima družba po mnenju anketirancev (anketa 2016) s povečevanjem zaupanja v družbo, povečevanjem ugleda družbe ter večji transparentnosti poslovanja družbe.

Jasne, natančne in celovite informacije, podane v pojasnilih, omogočijo delničarjem, vlagateljem in drugim zainteresiranim stranem, da ocenijo posledice odstopanja od določenega priporočila. Hitra identifikacija neskladnosti z določenim načelom pripomore k razumevanju, do katere mere družba upošteva načela kodeksa oz. katerih načel družba ne spoštuje, ampak jih pojasnjuje. Zgolj golo izjavljanje skladnosti ali pa kratka in splošna pojasnila lahko namreč v bralcu sprožijo nezaupanje tudi o izvajanju preostalih načel, ki jih ni moč neposredno preveriti. Namen načela »spoštuj ali pojasni« pri razkrivanju odstopanj od načel kodeksa v izjavi o upravljanju družbe je zagotavljanje transparentnosti pri upravljanju družbe. Transparentnost informacij vodi v zaupanje. Zaupanje pa je temelj vseh uspešnih odnosov, tudi poslovnih.

V Zeleni knjigi iz leta 2011 (Evropska komisija 2011a) je bilo ugotovljeno, da se izjave o upravljanju, ki jih družbe objavljajo, ne spremljajo, kot bi se morale, in da ima le malo držav članic javne ali specializirane organe, ki preverijo popolnost predloženih informacij, zlasti pojasnil. V večini evropskih držav je bila namreč aktivnost in odgovornost glede izvajanja nadzora prepuščena vlagateljem, ki so pogosto manj aktivni, kar je posledica tradicije evropskega sistema korporativnega upravljanja.

Raziskava ecoDa in Mazars iz leta 2015 (ecoDa 2015) je pokazala, da je v večini držav sistem spremljanja skladnosti prepuščen prostovoljni iniciativi, zakonsko predviden je le v tretjini držav. V Sloveniji tovrstnega posebnega organa oz. telesa še nimamo. Iz ankete je razvidno, da bi si več kot polovica anketirancev želelo, da bi tak mehanizem obstajal, predvsem v smislu preverjanja resničnosti in kakovosti pojasnil ter oblikovanja individualnih naporil posameznim družbam za izboljšanje kakovosti pojasnil. Pri čemer pa se je potrebno izogniti vzpostavitvi novega »proračunskega« organa, s katerim bi se »razbohotila že obstoječa megalomanska birokracija« (anketa 2016).

Do boljših praks upravljanja bi vsekakor lahko privedlo zlasti aktivnejše spremljanje, ki ga izvajajo delničarji kot lastniki družb. Za spodbujanje družb, da upoštevajo referenčni kodeks o upravljanju, oziroma, da bolje pojasnijo odstopanja od posameznih načel kodeksa, pa je treba, poleg izobraževanja in osveščanja družb o pozitivnih učinkih razkritja praks upravljanja, tudi na nacionalni ravni v okviru obstoječih ureditev, vpeljati in izvajati učinkovito spremljanje skladnosti.

8 LITERATURA

1. Andres, Christian in Erik Theissen. 2008. *Setting a fox to keep the geese – does the comply-or-explain principle work?* Dostopno prek: <http://www.cfr-cologne.de/download/workingpaper/cfr-08-01.pdf> (23. februar 2016).
2. Arcot, Sridhar, Valentina Bruno in Antoine Faure-Grimaud. 2009. *Corporate governance in the UK: is the comply or explain approach working?* Dostopno prek: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1532290 (23. februar 2016).
3. Bajuk, J. 2003. *Kodeksi vladanja podjetjem v Evropi – Izkušnje za Slovenijo*. Ljubljana: Združenje Manager.
4. --- 2006. *Upravljanje kapitalskih družb. Priročnik za člane nadzornih svetov*. Ljubljana: Združenje članov nadzornih svetov.
5. --- 2010. *Priročnik za člane nadzornih svetov in upravnih odborov*. Združenje nadzornikov Slovenije. Priredila Irena Dimitrič. Dostopno prek: http://www.zdruzenje-ns.si/db/doc/upl/bajuk__dimitric_upravljanje_druzob.pdf (23. februar 2016).
6. Belak, J., Thommen, J.-P. in Belak, J. 2014. *Integralni management in upravljanje: kultura, etika in verodostojnost podjetja*. Maribor: Založba MER.
7. Berglöf, Erik in Anete Pajuste. 2005. What do firms disclose and why? Enforcing corporate governance and transparency in central and eastern europe. *Oxford Review of Economic Policy* 21(2). Dostopno prek: https://www.cerge-ei.cz/pdf/gdn/rrc/RRCIV_08_paper_02.pdf (23. februar 2016).
8. Berle, A. Adolf in Gardner C. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Dostopno prek: http://disciplinas.stoa.usp.br/pluginfile.php/106085/mod_resource/content/1/DCO0318_Aula_0_-_Berle__Means.pdf (15. junij 2016).
9. Bohinc, Rado. 2001. *Korporacijsko upravljanje: ZDA, Evropa, Slovenija*. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
10. Bohinc, Rado in Borut Bratina. 2005. *Upravljanje korporacij*. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
11. Bratina, Borut, Damijan Jože P., Aleksandra Gregorič in Katarina Zajc: *Poročilo o upravljanju javnih delniških družb 2005, Neodvisnost članov*

- nadzornih svetov v Sloveniji*. Ljubljana. Dostopno prek: http://www.ljse.si/media/Attachments/Izdajatelj/Porocilo_cg_2005.pdf (15. junij 2016).
12. Cadbury Report, *The Financial Aspects of Corporate Governance*. 1992, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* (Cadbury Committee). London. The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd.
 13. Coyle, B. 2005. *The ICSA Corporate Governance Handbook*, London. ICSA.
 14. Deloitte. 2010. *Swimming in words - Surveying narrative reporting in annual reports*, Deloitte LLP. London. Dostopno prek: <http://www.iasplus.com/en/binary/uk/1010ukswimminginwords.pdf> (1. junij 2016).
 15. *Direktiva 2004/109/ES Evropskega parlamenta in sveta z dne 15. decembra 2004*. Dostopno prek: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0057:SL:PDF> (13. maj 2016)
 16. *Direktiva 2006/46/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006*. Dostopno prek: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32006L0046> (28. februar 2016).
 17. *Direktiva 2013/34/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. junija 2013*. SL L 182/38 Uradni list Evropske unije, 29. 6. 2013. Dostopno prek: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1456686872909&uri=CELEX:32013L0034> (28. februar 2016).
 18. European Company Law Experts (ECLE). 2013. *Making Corporate Governance Codes More Effective (response to the European Commission's Action Plan of December 2012)*. Dostopno prek: <https://europeancompanylawexperts.wordpress.com/papers/making-corporate-governance-codes-more-effective-a-response-to-the-european-commissions-action-plan-of-december-2012/> (23. februar 2016).
 19. European Confederation of Directors' Associations - ecoDa. 2010. *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*. Dostopno prek: <http://ecoda.org/news-details/article/guidance-on-cg-for-unlisted-companies-in-europe/> (23. februar 2016).
 20. --- 2011. *ecoDa's response to the EU Green Paper on CG for listed companies*. Dostopno prek: <http://ecoda.org/news-details/article/response-to-the-eu-green-paper-on-cg-for-listed-companies/> (23. februar 2016).

21. --- 2012. *Comply or Explain: preserving governance flexibility with quality explanations*. Dostopno prek: <http://ecoda.org/news-details/article/report-ecodas-conference-coe-preserving-governance-flexibility-with-quality-explanations/> (23. februar 2016).
22. European Confederation of Directors' Associations - ecoDa in Mazars. 2015. *Corporate Governance Compliance and Monitoring Systems across the EU*.
23. European Confederation of Directors' Associations - ecoDa in IFC. 2015. *A Guide to Corporate Governance Practices of the European Union*. Washington: International Finance Corporation.
24. Evropska komisija. 2010. *Green Paper on corporate governance in financial institutions and remuneration policies*. Dostopno prek: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2010_284_en.pdf (23. februar 2016).
25. --- 2010. *Feedback statement. Summary of responses to the Commission Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions*. Dostopno prek: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf. (23. februar 2016).
26. --- 2011a. *Zelena knjiga - Okvir EU za upravljanje podjetij*. Dostopno prek: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_sl.pdf (23. februar 2016).
27. --- 2011b. *Okvir upravljanja podjetij za evropska podjetja: kaj je treba izboljšati?* Dostopno prek: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-404_sl.htm (23. februar 2016).
28. --- 2012a. *Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*. Dostopno prek: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_en.pdf (27.2.2016).
29. --- 2012b. *Action Plan on European company law and corporate governance: Frequently Asked Questions*. Dostopno prek: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-972_en.htm (23. februar 2016).
30. --- 2013. *Enhancing the EU CG framework*. Dostopno prek: http://ec.europa.eu/smart-regulation/impact/planned_ia/docs/2013_market_033_corporate_governance_framework_en.pdf (23. februar 2016).

31. --- 2014. *Priporočilo Komisije ES o kakovosti poročanja o upravljanju podjetja („upoštevaj ali pojasni“)*. Dostopno prek: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/ALL/?uri=CELEX%3A32014H0208> (23. februar 2016).
32. Fama, Eugene in Michael C. Jensen. 1983. *Separation of Ownership and Control*. *Journal of Law and Economics* 26: 301–325.
33. FRC–Financial Reporting Council. 2010. *UK Approach to Corporate Governance*. Dostopno prek: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/The-UK-Approach-to-Corporate-Governance.pdf> (25. februar 2016).
34. --- 2011. *Effective Corporate Governance*. The Financial Reporting Council. London. Dostopno prek: <https://www.frc.org.uk/FRC-Documents/FRC/FRC-Effective-Corporate-Governance.aspx> (1. april 2016)
35. --- 2012a. *Comply or Explain: 20th Anniversary of the UK Corporate Governance Code*. Dostopno prek: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Comply-or-Explain-20th-Anniversary-of-the-UK-Corpo.aspx> (23. februar 2016).
36. --- 2012b. *What constitutes an explanation under 'comply or explain'? Report of discussions between companies and investors*. Dostopno prek: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/What-constitutes-an-explanation-under-comply-or-ex.pdf> (23. februar 2016).
37. Freeman, R. Edward in John McVea, *A Stakeholder Approach to Strategic Management*. 2001. Darden Business School Working Paper 01-02. Dostopno prek: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=263511 (30. junij 2016)
38. Friedman, Milton. 1962. *Kapitalizem in svoboda*. Ljubljana. 2011.
39. G20/OECD. 2015. *Principles of Corporate Governance*. OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors. Dostopno prek: <http://www.zdruzenje-ns.si/stroka/korporativno-upravljanje/> (23. februar 2016).
40. Grant Thornton Risk Management. 2011. *Services A changing climate fresh challenges ahead*. London corporate governance review 2011. Dostopno prek: www.grant-thornton.co.uk/pdf/corporate_governance.pdf (23. februar 2016).

41. Huse, Morten. 2009. *The Value Creating Board: Corporate Governance and Organizational Behaviour (Routledge Studies in Corporate Governance)*. Routledge, Abingdon. Kindle edition.
42. IFC, 2007. *A Corporate Governance Approach Statement by Development Finance Institutions*. IFC World Bank Group. Dostopno prek: http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/corporate+governance/cg+development+framework/a+corporate+governance+approach+statement+by+development+finance+institutions (1. april 2016).
43. --- 2007. *Šta je korporativno upravljanje*. Priručnik; IFC, Beograd.
44. --- 2016. Dostopno prek: http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/Corporate+Governance, (28. marec 2016).
45. International Monetary Fund. 2002. *List of Standards, Codes and Principles Useful for Bank and Fund Operational Work and for which Reports on the Observance of Standards and Codes Are Produced*. Dostopno prek: <http://www.imf.org/external/standards/scnew.htm> (28. marec 2016).
46. Institute of Chartered Accountants in England and Wales – ICAEW. 2013. *When is comply or explain the right approach? Discussion of question 3: When is comply or explain the right approach?* Dostopno prek: <http://www.icaew.com/en/technical/corporate-governance/dialogue-in-corporate-governance/when-is-comply-or-explain-the-right-approach> (23. februar 2016).
47. Inwinkl, Petra, Sofia Josefsson in Marie Wallman. 2013. *The Comply-or-Explain Principle: Stakeholders' Views on How to Improve the 'Explain' Approach*. Dostopno prek: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2331285 (23. februar 2016).
48. Jaklič, Marko. 2005. *Poslovno okolje podjetja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
49. Jamnik Čok, Simona in Marija Valentinčič Pregelj. 2012. *Analiza razkritij odstopanj v izjavah o skladnosti s Kodeksom*. Ljubljana: Ljubljanska borza, d. d. in Združenje nadzornikov Slovenije.

50. Jensen, C. Michael in William H. Meckling. 1976. *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Political Economy. 73. 110–120.
51. Kuharič, Maja. 2015. *Berljivost pisma predsednika uprave v letnih poročilih slovenskih javnih družb*. Univerza v Mariboru, Ekonomsko-poslovna fakulteta. Diplomsko delo.
52. Ljubljanska borza, Združenje Manager in Združenje nadzornikov Slovenije. 2009a. *Kodeks upravljanja javnih delniških družb*. Dostopno prek: <http://www.zdruzenje-ns.si/stroka/korporativno-upravljanje/> (23. februar 2016).
53. --- 2009b. *Obrazložitev načel Kodeksa upravljanja javnih delniških družb*. Dostopno prek: <http://www.zdruzenje-ns.si/stroka/korporativno-upravljanje/> (23. februar 2016).
54. Ljubljanska borza. 2015. *Pravila Ljubljanske borze, d. d. - neuradno prečiščeno besedilo – NPB8*. Ljubljana: Ljubljanska borza, d. d. Dostopno prek: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=678> (23. februar 2016).
55. McKinsey&Company. 2002. *Global Investor Opinion Survey: Key findings*. Dostopno prek: <http://www.eiod.org/uploads/Publications/Pdf/II-Rp-4-1.pdf> (2. april 2016).
56. Nerantzidis, Michail. 2015. Measuring the Quality of 'Comply or Explain' Approach: Evidence from the Implementation of the Greek Corporate Governance Code. *Managerial Auditing Journal*. Dostopno prek: <https://www.researchgate.net/publication/269408622> (23. februar 2016).
57. OECD. 2004. *OECD Principles of Corporate Governance*. OECD Publications Service. Paris. Dostopno prek: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf> (27. marec 2016).
58. --- 2007. *Methodology for assessing the implementation of the OECD principles of corporate governance*, OECD, Paris Dostopno prek: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37776417.pdf> (27. marec 2016).
59. --- 2011. *Corporate Governance in Slovenia 2011*, OECD Publishing, Paris Dostopno prek: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/47828616.pdf> (27. marec 2016).

60. --- 2015. *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, Paris. Dostopno prek: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en> (27. marec 2016).
61. --- 2015a. *Slovenia Policy Brief: Corporate governance*. Dostopno prek: <http://www.oecd.org/policy-briefs/slovenia-ensuring-effective-management-and-privatization-of-state-owned-enterprises-SI.pdf> (27. marec 2016).
62. --- 2015b. *Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*. Paris: OECD.
63. Peklar, Leonardo F. 2003. Temelji korporativnega vodenja in upravljanja. Ljubljana: *Manager plus*, 2003,16–23.
64. --- 2004. *Razkritja družb na področju upravljanja*. Ljubljana. Socius.
65. Podnar, Klement. 2011. *Korporativno komuniciranje*. Ljubljana. Fakulteta za družbene vede.
66. Pregelj Valentinčič, Marija. 2012. *Analiza razkritij odstopanj v izjavah o skladnosti s Kodeksom*. Ljubljana: Konferenca korporativnega upravljanja 2012. Dostopno prek: <http://www.zdruzenje-ns.si/stroka/korporativno-upravljanje/> (23. februar 2016).
67. Prijović, Irena in Ronja Knap. 2015. *Poročilo o analizi skladnosti s kodeksom upravljanja javnih delniških družb v Sloveniji za obdobje 2011–2014*. Ljubljana: Ljubljanska borza, d. d., in Združenje nadzornikov Slovenije.
68. Prijović, Irena. 2015a. *Praktični napotki za kvalitetna pojasnila v izjavah o upravljanju*. Ljubljana: Ljubljanska borza, d. d., in Združenje nadzornikov Slovenije.
69. Prijović, Irena. 2016. Standardna znanja za nadzornike. Predavanje. Združenje nadzornikov Slovenije
70. RiskMetrics Group, Businesseurope, ecoDa in Landwell&Associates. 2009. *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*. Dostopno prek: http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm (23. februar 2016).
71. Rus, Andrej. 2003. Dokazovanje ega, nadarjenosti in ambicij. Ljubljana: *Manager plus*.
72. Rus, Andrej. 2008. Zaupanje in ekonomska uspešnost. *Teorija in praksa*. 45(1/2) 72–92. Dostopno prek: http://dk.fdv.uni-lj.si/db/pdfs/tip20081-2_Rus.pdf. (15. junij 2016)

73. Rus, Andrej. 2011. Upravljanje podjetij v državni lasti: Slovenska reforma v kontekstu vstopa v OECD. *Teorija in praksa*. 48(1) 25–44. Dostopno prek: http://dk.fdv.uni-lj.si/db/pdfs/tip2011_1_Rus.pdf (15. junij 2016)
74. Sanderson, Paul, David Seidl, John Roberts in Bernhard Krieger. 2010. Flexible or not? The comply-or-explain principle in UK and German corporate governance. Centre for Business Research, University of Cambridge. Dostopno prek: http://www.cbr.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/centre-for-business-research/downloads/working-papers/wp407.pdf (23. februar 2016).
75. SEONET. 2011-2014. *Letna poročila javnih gospodarskih družb*: <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=93>
76. Shleifer, A. in Vishny, R. W. 1997. *A Survey of Corporate Governance*. *The Journal of Finance*, 52, 737–783. Dostopno prek: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x/abstract> (1. marec 2016).
77. Shrives, Philip J. in Niamh M. Brennan. 2013. *A typology for exploring the quality of explanations for non-compliance with UK corporate governance regulations*. Dostopno prek: <http://www.apira2013.org/proceedings/list-by-paperID.html> (23. februar 2016).
78. Slovenski državni holding, d. d. 2014. *Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države*. Dostopno prek: <http://www.sdh.si/sl-si/upravljanje-nalozb/kodeks-upravljanja-kapitalskih-nalozb-republike-slovenije> (23. februar 2016).
79. Smith, Adam. 2010. *Bogastvo narodov*. Ljubljana: Studia humanitatis.
80. SOCIUS. 2008. *Načela korporativnega upravljanja OECD*. Ljubljana, Socius d. d. za izdajo v slovenščini.
81. SSKJ. Slovar slovenskega knjižnega jezika, Inštitut za slovenski jezik Frana Ramovša ZRC SAZU – Portal BOS. Dostopno prek: <http://bos.zrc-sazu.si/sskj.html> (28. marec 2016).
82. Starovič, Vojko. 2015. *Kako do boljšega upravljanja in vodenja?* 24. april 2015. Dostopno prek: (<http://www.delo.si/mnenja/gostujoce-pero/kako-do-boljsiega-upravljanja-in-vodenja.html>) (27. marec 2016).
83. Sunstein, Cass Robert, George Loewenstein in Russell Golman. 2014. *Disclosure: Psychology Changes Everything*. Dostopno prek:

- <https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/16217274/disclosure%20%2016%202013%20for%20distribution.pdf?sequence=1> (23. februar 2016).
84. Swedish Corporate Governance Board. 2012. *Annual Report 2011*. Dostopno prek: <http://www.corporategovernanceboard.se/documentation/publications> (23. februar 2016).
 85. --- 2016. *Annual Report 2015*. Dostopno prek: <http://www.corporategovernanceboard.se/documentation/publications> (23. februar 2016).
 86. Šabić, Sanda. 2015. *Effectiveness of Corporate Governance Reporting in Slovenia*. Bucerius Master of Law and Business. Dostopno prek: <http://www.gbv.de/dms/buls/840111150.pdf> (23. februar 2016).
 87. Šink, Darja. 2003. Zaupniška teorija upravljanja. Brdo pri Kranju. *Zbornik referatov: 4. znanstveno posvetovanje o organizaciji: Upravljanje*. 75-79.
 88. *Zakon o gospodarskih družbah (ZGD)*. Ur. l. RS 65/09 – uradno prečiščeno besedilo, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 – odl. US, 82/13 in 55/15).
 89. *Zakon o Slovenskem državnem holdingu (ZSDH-1)*. Ur. l. RS 25/2014.
 90. Združenje nadzornikov Slovenije. 2012. *Smernice za upravljanje nejavnih družb*. Dostopno prek: <http://www.zdruzenje-ns.si/knjiznica/priporocila-in-kodeksi/> (27. februar 2016).
 91. Združenje nadzornikov Slovenije 2014. *Samoocenjevanje NS in UO v Sloveniji - pregled razkritij 2010–2013*. Ljubljana.
 92. World Bank Group. 2000. *Corporate Governance: A Framework for Implementation*. The International Bank for Reconstruction and Development. Washington. Dostopno prek: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2000/09/08/000094946_00082605593465/Rendered/PDF/multi_page.pdf (1. april 2016).
 93. --- 2004. *Report on the observance of standards and codes (ROSC)*.
 94. World Bank Group, International Monetary Fund. 2005. *The Standards and Codes Initiative—Is It Effective? And How Can It Be Improved?* Dostopno prek: http://www.worldbank.org/ifa/rosc_more.html (28. marec 216).
 95. Zajc, Katarina. 2004. *Corporate Governance v Sloveniji: pravnoekonomska analiza gospodarskih družb*. Ljubljana: Pravna fakulteta.

9 PRILOGA: Vprašalnik – Anketa o pomenu izjav o upravljanju družbe

I. SPLOŠNO

1. Opredelite svojo vlogo anketiranca v izbrani družbi.

(Ne nastopate v različnih vlogah pri različnih družbah, izberite vlogo za družbo, ki najbolje odraža vaše izkušnje.)

- Predsednik uprave.
- Predsednik nadzornega sveta/upravnega odbora.
- Član uprave/UO (izvršni direktor).
- Član nadzornega sveta/UO (neizvršni direktor).
- Sekretar NS/UO.

2. Družba je:

(Možnih je več odgovorov.)

- Javna delniška družba.
- Nejavna delniška družba zavezana k revidiranju (57. čl. ZGD-1).
- Družba s kapitalsko naložbo države.
- Finančna institucija.
- Družba ni zavezana k revidiranju.

II. IZBOR REFERENČNEGA KODEKSA

3. Kateri kodeks upravljanja uporablja vaša družba?

(možnih je več odgovorov)

- Kodeks upravljanja javnih delniških družb (2009).
- Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države (2014).
- Kodeks upravljanja za nejavne družbe (2016).
- Lastni kodeks.
- Nobenega.
- Ne vem.
- Drugo _____

ČE nobenega, potem povejte, **zakaj ne**.

- V družbi se še nismo odločili za uporabo katerega izmed kodeksov – družba je postala zavezana k oblikovanju izjave šele z novelo ZGD- 1I.
- Preveč »birokracije« (premajhna družba ...).
- Administrativne ovire (preveliki stroški ...).

III. PROCES OBLIKOVANJA IZJAVE O UPRAVLJANJU

4. Ali ste v družbi opravili pregled lastne prakse korporativnega upravljanja glede na referenčni kodeks ter opravili razmislek o razlogih za odstopanja?

- DA.
- NE.

5. **Kdo je pripravil predlog izjave o upravljanju družbe?** (Možnih je več odgovorov.)

- Uprava.
- Nadzorni svet.
- Strokovne službe.
- Sekretar NS/UO.
- Drugo:_____

6. **Kako ste na seji nadzornega sveta (oz. uprave) obravnavali izjavo o upravljanju?**

- Skupaj s sprejemom letnega poročila.
- Kot ločeno točko dnevnega reda.
- Posebej na revizijski ali drugi komisiji nadzornega sveta.
- Drugo:_____.

7. **Kako ste presojali kakovost pojasnil odstopanj od priporočil kodeksa v izjavah o upravljanju?**

- S pomočjo *Praktičnih napotkov za kvalitetna pojasnila v izjavah o upravljanju* (ZNS, 2016).
- Ne vem.
- S presojo kakovosti pojasnil se nismo ukvarjali.
- Drugo:_____

IV. **POMEN IZJAVE O UPRAVLJANJU DRUŽBE – za družbo**

8. **Ali po vašem mnenju načelo »spoštuj ali pojasni« družbi omogoča dovolj fleksibilnosti za upoštevanje posebnosti družbe pri oblikovanju lastnega okvirja korporativnega upravljanja?**

**Skladno z načelom »spoštuj ali pojasni« (»comply or explain«) morajo družbe, ki odstopajo od priporočil referenčnega kodeksa, v izjavi o upravljanju ta odstopanja pojasniti in navesti razloge za to ter opisati alternativne prakse, ki bolj ustrezajo posebnostim družbe.*

1 – NE, ne omogoča 2 3 4 5 – DA, pomembno prispeva k fleksibilnosti

9. **Kdo po vašem mnenju spremlja in preverja skladnost z referenčnim kodeksom družbe?**

(Izberite 3 odgovore.)

- Skupščina delničarjev.
- Zaposleni.
- Mediji.
- Regulatorji.
- SDH, d. d.
- Investitorji.
- Drugi deležniki družbe (dobavitelji, kupci ...).
- Nihče.
- Drugo:_____

10. Kakšen učinek ima po vašem mnenju za družbo: 1 – zelo negativen 2 3 4 5 – zelo pozitiven.

- Neresnična izjava o upravljanju.
- Popolna skladnost z načeli referenčnega kodeksa.
- Visokokakovostna pojasnila odstopanj od kodeksa, ki predstavljajo alternativno prakso korporativnega upravljanja, ki ustreza posamezni družbi

11. Katere so po vašem mnenju koristi družbe glede transparentnosti lastne prakse upravljanja v izjavi o upravljanju družbe?

(Izberite 3 odgovore.)

- Pridobivanje kapitala s strani investorjev in bank.
- Ugled družbe.
- Zaupanje v družbo s strani vseh deležnikov.
- Vzdržnost in družbena odgovornost.
- Prispevek k transparentnosti poslovanja družbe.
- Upravljanje tveganj, povezanih s korporativnim upravljanjem.
- Drugo: _____

V. POMEN IZJAVE O UPRAVLJANJU DRUŽBE – na splošno

12. Ali so po vašem mnenju pojasnila odstopanj od priporočil kodeksa v izjavah o upravljanju družb na splošno: 1 – ne drži 2 3 4 5 – drži

- Resnična in natančna.
- Zaupanja vredna.
- Pregledna in razumljiva.
- Kopirana/prepisana (»copy – paste«).

13. Kakšno je vaše mnenje glede prevzemanja tuje prakse oblikovanja posebnega telesa, ki bi (izberite odgovor, ki najbolj ustreza):

- Preverjalo resničnost/kakovost pojasnil v izjavi o upravljanju.
- Preverjalo resničnost/kakovost pojasnil v izjavi o upravljanju in oblikovalo priporočila oz. individualna napotila posameznim družbam za izboljšanje kakovostnih pojasnil.
- Preverjalo resničnost/kakovost pojasnil v izjavi o upravljanju, in merilo skladnost družbe s kodeksi (kvantifikacija izjav o upravljanju).
- Drugo: _____

14. Kakšen pomen za učinkovitost korporativnega upravljanja imajo po vašem mnenju

(na splošno – ne zgolj v vaši družbi):

1 – nimajo vpliva 2 3 4 5 – imajo zelo pomemben vpliv

- Kodeksi upravljanja družb.
- Izjave o upravljanju družb.