

LYNNE L. DALLAS
STEPHEN M. BAINBRIDGE
RADO BOHINC

DIREKTORSKI ODBOR
IN DELNICARSKI AKTIVIZEM
V ZDA IN SLOVENIJI

Ljubljana, 2001

Lynne L. DALLAS
Stephen M. BAINBRIDGE
Rado BOHINC
DIREKTORSKI ODBOR IN DELNIČARSKI AKTIVIZEM V ZDA IN SLOVENIJI

Lynne L. DALLAS
Profesorica, University of San Diego, School of Law
©Copyright Lynne Dallas 2000.
Vse pravice pridržane, razen za knjižno objavo v slovenskem jeziku, FDV 2001

Stephen M. BAINBRIDGE
Profesor, UCLA School of Law
Vse pravice pridržane, razen za knjižno objavo v slovenskem jeziku, FDV 2001

Rado BOHINC
Profesor, Fakulteta za družbene vede, Univerza v Ljubljani
Kardeljeva ploščad 5, 1000 Ljubljana, Slovenija

Knjižna zbirka PRAVO IN GOSPODARSTVO
Izdajatelj FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE
Za založbo Ivan HVALA

Copyright© po delih in v celoti Fakulteta za družbene vede 2001, Ljubljana
Fotokopiranje in razmnoževanje po delih in v celoti je prepovedano.
Vse pravice pridržane.

Prevedla Barbara RAJGELJ
Naslovnica in prelom B&V Co.
Tisk Tiskarna LITTERA PICTA

CIP - Kataložni zapis o publikaciji
Narodna in univerzitetna knjižnica, Ljubljana

65.012.432
347.72

DALLAS, Lynne L.
Direktorski odbor in delničarski aktivizem v ZDA in Sloveniji /
Lynne L. Dallas, Stephen M. Bainbridge, Rado Bohinc ; [prevedla
Barbara Rajgelj]. - Ljubljana : Fakulteta za družbene vede, 2001. -
(Knjižna zbirka Pravo in gospodarstvo)

ISBN 961-235-080-9

1. Bainbridge, Stephen M. 2. Bohinc, Rado
2. 116158208

VSEBINA

PRVI DEL

Lynne L. Dallas

**PRIMERJALNA ANALIZA KORPORACIJSKEGA
DIREKTORSKEGA ODBORA V ZDA IN V RAZVIJAJOČEM SE
TRŽNEM GOSPODARSTVU V SLOVENIJI:
KAPITALIZEM RAZNOLIKOSTI IN DELEŽNIŠKI KAPITALIZEM**

UVOD	10
SISTEM V ZDA	16
Konceptija korporacije	16
Pooblastila menedžerjev v ameriških korporacijah	17
Ohranitev menedžerskih pooblastil v zaprtih delniških družbah	18
Struktura enotnega sistema upravljanja	20
Problemi menedžerskega nadzora s strani direktorskih odborov v ameriških javnih delniških družbah	21
Menedžerski nadzor skozi sestavo odbora in izkušnje ameriških odborov	23
<i>Zunanji direktorji v ameriških direktorskih odborih</i>	24
<i>Komiteji v ameriških odborih</i>	25
Nedavne izboljšave pri menedžerskem nadzoru s strani odborov	27
Relacijsko opazovanje s strani ameriških odborov	29
Ocena razvoja odborov	34
<i>Vloge korporacijskih odborov</i>	34
– Teorija zastopniških stroškov (Agency Cost Theory)	35
– Teorija odvisnosti od virov (Resource Dependence Theory)	36
– Strateška vloga odbora	38
<i>Empirični dokazi v zvezi z vlogami odbora</i>	40
– Teorija odvisnosti od virov	40
– Teorija zastopniških stroškov	41
– Mnogovrstne vloge (Multiple Roles)	42
<i>Nasprotujoče si vloge (Conflicting Roles)</i>	43
<i>Različne strategije</i>	45
<i>Različne menedžerske spodbude</i>	46

<i>Značilnosti odbora: eksterna/interna usmerjenost</i>	47
Značilnosti članov odbora	48
SLOVENSKI SISTEM	58
Koncept korporacije.....	58
Zgodovina udeležbe zaposlenih in politike v korporacijskem upravljanju	59
Preoblikovanje slovenskih državnih podjetij	60
Slovenski dvotirni sistem	65
Relacijski nadzor v dvotirnem sistemu.....	68
Menedžerski nadzor v dvotirnem sistemu	69
<i>Empirični rezultati glede menedžerskega nadzora</i>	69
<i>Menedžerski nadzor z izravnavanjem korporacijske hiralhije</i>	70
– Vloga dvotirnega sistema pri omogočanju delavskega nadzora menedžerjev	70
– Prispevek kolegijskega načina odločanja k menedžerskemu nadzoru v dvotirnem sistemu	73
<i>Nadaljnja analiza možnosti menedžerskega nadzora v dvotirnem sistemu</i>	75
– Imenovanje in razrešitev članov uprave.....	75
– Velikost nadzornega sveta	76
– Pogostost sestajanja nadzornega sveta	79
– Formalni in neformalni komiteji nadzornega sveta.....	81
– Soglasje nadzornega sveta	85
– Pristojnost nadzornega sveta sprožiti postopek proti članu uprave	88
– Dostop nadzornega sveta do informacij	88
– Ali je v slovenskem nadzornem svetu prostor za neodvisnega direktorja?	90
SKLEP	91
SEZNAM PRIPOROČIL	92

DRUGI DEL

Stephen M. Bainbridge OMEJEVANJE DELNIČARSKEGA AKTIVIZMA V ZDRUŽENIH DRŽAVAH AMERIKE IN SLOVENIJI

POVZETEK	96
Vpliv aktivizma institucionalnih investitorjev na korporacijsko upravljanje	97
Omejevanje pooblastil institucionalnih investitorjev: primerjava med slovenskim in ameriškim pravom	106

Omejitve glede institucionalnih investitorjev po ameriškem pravu vrednostnih papirjev	107
Omejevanje aktivizma institucionalnih investitorjev po slovenskem pravu: predlogi	115
SKLEP	116
VIRI	117

TRETJI DEL

Rado Bohinc

**PRIMERJALNOPRAVNI, TEORETIČNI IN PRAVNO SISTEMSKI
VIDIKI KORPORACIJSKEGA PRAVA**

PRIMERJALNO PRAVO	120
Pomen primerjalnega prava	120
Pravnosistemski vidik	123
AMERIŠKE KORPORACIJSKE TEORIJE	124
Pravno-ekonomska teorija	124
Teorija korporacije kot spleta (neksusa) pogodb	125
Korporacija kot umetna tvorba	129
Razdelitev moči med delničarji in direktorskim odborom	131
Menedžerska korporacija	132
Moč institucionalnih lastnikov	134
Družbena odgovornost (<i>social responsibility</i>) javne delniške družbe	134
Agencijsko razmerje in zastopniški problem (<i>agency problem</i>) ali kako volka obvarovati pred ovci	135
Teorija transakcijskih stroškov	136
Nevpleteni, neodvisni, zunanji direktorji	137
Ameriške teorije o vlogi korporacijskih organov	140
EVROPSKI POGLED – TEORIJA PODJETJA, POGODBENA ALI INSTITUCIJSKA TEORIJA	143
Temeljno o teoriji podjetja	143
Teoretični pogled na podjetje in pravno osebo	146
Gospodarska družba kot pogodbeno skupnost ali kot pravna oseba	149
Pogodbena teorija	149
Institucijska teorija	150
Podjetje in družba	151
Načini razreševanja interesnih navzkrižij	152
Nastanek in bistvo dvotirnega sistema	154
PRIMERJALNOTEORETIČNI VIDIKI	155

Od kod izvirajo razlike v upravljanju korporacij?	155
Primerjava teoretičnih pristopov v upravljanju korporacij med Evropo in ZDA.....	156
Ali opustiti koncept o suverenosti delničarjev in uvesti delničarski aktivizem?.....	160
Uporabnost ameriških pristopov za slovenske razmere	161
LASTNIŠKA STRUKTURA IN UPRAVLJANJE KORPORACIJ, DELNIČARSKI AKTIVIZEM	165
Struktura lastništva v ZDA	165
Struktura lastništva v EU in v Sloveniji	166
Kateri sistem upravljanja korporacij je najbolj primeren v državah z visoko koncentracijo lastništva?.....	167
AMERIŠKI DIREKTORSKI ODBOR IN NEMŠKI NADZORNI SVET, RAZLIKE IN SORODNOSTI.....	168
Primerjalnoteoretični vidiki korporacije.....	168
Glavne razlike in podobnosti sestave direktorskega odbora	170
Razlike med načini upravljanja korporacij v ZDA in EU	171
Glavne razlike in podobnosti v razdeljevanju pooblastil in nalog ter možen slovenski pristop.....	173
Člani nadzornega sveta niso zastopniki korporacije	175
Upravljanje korporacij v ZDA	176
Nadzorstvene pristojnosti ameriškega direktorskega odbora.....	179
Razlike med ameriškim direktorskim odborom in nemškim nadzornim svetom.....	180
Obvezna zastopanost zaposlenih	182
Nemška uprava in ameriški izvršilni odbor	183
RAZMERJA MED VEČINSKIMI IN MANJŠINSKIMI DELNIČARJI PO SLOVENSKEM PRAVU.....	185
Načelo samostojnosti uprave	185
POLOŽAJ DELNIČARJEV V RAZMERJU DO UPRAVE.....	185
Samostojnost uprave do delničarjev	185
Lastna odgovornost uprave	186
Dolžna skrbnost delničarjev	187
Izpodbojnost skupščinskega sklepa.....	187
Odškodninska odgovornost oseb, ki na nedopusten način vplivajo na člane uprave po ZGD.....	188
Delničarji kot oškodovanci ter člani uprave in nadzornega sveta kot solidarni zavezanci.....	188
MANJŠINSKE PRAVICE	189
Pravna narava manjšinskih pravic	189
Pojem in razvrstitev manjšinskih pravic.....	190
Individualne manjšinske pravice.....	191
Kolektivne manjšinske pravice	192
ODŠKODNINSKA ODGOVORNOST ČLANOV UPRAVE.....	192
Splošna korporacijska ureditev odškodninske odgovornosti.....	192

Odškodninska odgovornost članov uprave upnikom po ZGD	193
Razmejitev odškodninske odgovornosti med člani uprave in člani nadzornega sveta po ZGD.....	193
ODŠKODNINSKI ZAHTEVEK V POVEZANIH DRUŽBAH.....	194
Odškodninski zahtevek delničarja pri pogodbi o obvladovanju..	194
Odškodninska odgovornost pri dejanskem koncernu	195
ODŠKODNINSKI ZAHTEVKI PO ZPRE IN ZFPP	196
Delničarska odškodninska tožba po ZPre	196
Posebna revizija delovanja uprave po ZPre.....	198
Odškodninski zahtevek na zahtevo skupščine ali manjšine delničarjev po ZGD in ZPre.....	200
Delničarska odškodninska tožba po ZPre	202
Odškodninska odgovornost uprave ob stečaju podjetja.....	202
Položaj ustanovitelja javnega podjetja kot gospodarske družbe ..	203
LITERATURA.....	205

PRVI DEL

LYNNE L. DALLAS¹

**PRIMERJALNA ANALIZA KORPORACIJSKEGA
DIREKTORSKEGA ODBORA V ZDA IN V RAZVIJAJOČEM
SE TRŽNEM GOSPODARSTVU V SLOVENIJI:
KAPITALIZEM RAZNOLIKOSTI IN
DELEŽNIŠKI KAPITALIZEM**

Prevedla Barbara Rajgelj

UVOD

V žarišču razprave o vplivu globalne konkurence na korporacijsko upravljanje je tekmovanje za finančni kapital. Sistemi upravljanja se razvrščajo na tržno usmerjene, kot npr. v ZDA in Veliki Britaniji, ter bančno usmerjene, katerih predstavnika sta finančna sistema Nemčije in Japonske.² S preučevanjem teh sistemov naj bi se ugotovilo, kako in v kakšnem obsegu so menedžerji odgovorni za zasledovanje interesov delničarjev. Sistemi se torej primerjajo na podlagi tega, kako minimizirajo stroške delničarjev pri nadzorovanju menedžerjev. Na primer, v tržno usmerjenih sistemih se menedžerji disciplinirajo tako, da se delničarji umaknejo iz korporacije, z razkritjem in s sovražnimi prevzemi, v bančno usmerjenih sistemih pa z neposrednim nadzorovanjem s strani večinskih delničarjev.³

¹ Profesorica prava na University of San Diego, School of Law, doktorat na Harvard Law School, 1975.

Zahvaljujem se za finančno podporo University of San Diego School of Law. To razpravo sem pripravila za raziskovalni center za primerjalnopravne študije in razvoj na Fakulteti za družbene vede, Univerza v Ljubljani, Slovenija. Iskreno se zahvaljujem tudi predstojniku tega centra, dr. Radu Bohincu, profesorju gospodarskega in delovnega prava, za njegovo nadvse koristno pomoč pri zagotavljanju angleških prevodov relevantnih zakonov in za njegove poglobljene strokovne odgovore na moja številna vprašanja glede pravnih pravil in dejanskega delovanja sistema korporacijskega upravljanja v Sloveniji.

² Drugačna poimenovanja teh dveh sistemov so »tržno osnovan vs. kreditno osnovan sistem, dolžniško osnovan vs. lastniško osnovan sistem, posredniški vs. na vrednostnih papirjih temelječ sistem, tržno osnovan vs. na univerzalnem bančništvu temelječ sistem ... sistem insiderjev vs. sistem outsiderjev« ter sistem opravljanja vsakodnevnih poslov vs. kontrolnofinančni sistem. Erik Berglof, *A note on the Typology of Financial Systems in Comparative Corporate Governance* (Klaus J. Hopt & Eddy Wymeersch eds., 1997).

³ Id. at 162–63. Gustavo Visentini, *Compatibility and Competition Between European and American Corporate Governance: Which Model of Capitalism?*, 23 *Brooklyn J. of Int'l L.* 836 (1997).

Ta razprava v glavnem proučuje tekmovanje za finančni kapital. Vendar pa konkurenčna prednost korporacije v svetovni konkurenci ni odvisna le od delničarjev, temveč tudi od drugih deležnikov, kot so zaposleni in potrošniki. Sistem upravljanja, ki omogoča sprejemanje učinkovitih odločitev tudi o zadevah, povezanih z zaposlenimi in potrošniki, je temeljnega pomena za doseganje konkurenčne prednosti korporacije. Odločitve so številne: Kakšno politiko nagrajevanja naj sprejme korporacija? Ali naj zagotavlja (in v kakšnem obsegu) čisto, varno in prijetno delovno okolje? Vprašanje varstva otrok zaposlenih. Ali naj korporacija proizvaja proizvode visoke ali nizke kakovosti? Kakšno stopnjo varnosti proizvodov naj si prizadeva dosežati? Kakšen naj bo obseg testiranja proizvodov pred prihodom na trg? Če korporacija zmanjša našete stroške, se lahko sooči s problemom manj usposobljenih in manj predanih zaposlenih, kar vodi k izgubi potrošnikov. Pri korporacijskem odločanju ne gre le za doseganje optimalnega kratkoročnega dobička, ampak tudi za vprašanje, katere stroške naj pri svojem delovanju korporacija prevzame.

Kadar korporacije ne upoštevajo vrednot in koristi zaposlenih in potrošnikov, lahko javno nezadovoljstvo s poslovanjem korporacije poveča skrite stroške, ki so rezultat pomanjkanja motivacije zaposlenih in zmanjšanja potrošnje, ter eksplicitne stroške, ki so posledica državne regulacije. V preteklosti so npr. uporaba otroške delovne sile, neustrezno testiranje proizvodov in nezadostna skrb za varne delovne razmere pripeljali k oblikovanju zasebnih in vladnih ukrepov.⁴ Korporacije so bile prisiljene prevzeti nase omenjene stroške poslovanja; korporacije in družba so prevzele stroške državne intervencije. Zaposleni in potrošniške skupine brez močnega ekonomskega zaledja na trgu⁵ terjajo državne ukrepe, da bi dosegli, kar se jim zdi pravično.⁶ Učinkovitejše odločanje o korporacijskih zadevah se izvršuje znotraj korporacije same, torej v njenem notranjem upravljanju in ne prek od zunaj vsiljene regulacije številnih vprašanj, ki zadevajo njene deležnike.

Čeprav klasična ekonomska teorija svetuje korporacijam, naj čim več stroškov prenesejo na korporacijske deležnike, ima lahko takšno ravnanje precejšnje negativne posledice za dolgoročno konkurenčno sposobnost, saj so deležniki tisti, ki tvorijo korporacijo in so potrebni za njen nadaljnji razvoj. Zato je pri oblikovanju primerjalne prednosti nacionalnih korporacijskih sistemov treba upoštevati ne le interese delničarjev, temveč tudi interese ostalih deležnikov.

⁴ E.g., John Whiteclay Chambers II, *The Tyranny of Change; America in the Progressive Era, 1890–1920* (1992).

⁵ Glej Christopher Stone, *Where the Law Ends* 88 (1975) (razlaga, zakaj trg sam ne zagotavlja, da bi korporacije ravnale v skladu z načelom družbene odgovornosti).

⁶ Christine Jolls, Cass R. Sunstein and Richard Thaler, *A Behavioral Approach to Law and Economics*, 50 *Stan. L. Rev.* 14 71, 1510–16 (1998).

Pri ocenjevanju sistemov korporacijskega upravljanja je treba upoštevati vsaj dve vprašanji, menedžerski in relacijski nadzor.⁷ Nadzorovanje menedžerjev ima namen zagotoviti izpolnjevanje obveznosti menedžerjev, ki jih imajo ti pri zasledovanju interesov korporacije. Menedžerji namreč lahko bolj kot interesom korporacije sledijo svojim lastnim interesom, predvsem s samotrgovanjem in z malomarnim opravljanjem dolžnosti. Menedžerski nadzor zagotavlja, da menedžerji delo opravljajo strokovno, kar se kaže v tem, da ni prisotnosti samotrgovanja, ter v učinkovitosti pri določanju in uresničevanju politik korporacije. Relacijski nadzor se nanaša na pregled tistih ciljev korporacije, ki so izraženi skozi izbiro in izvajanje korporacijske politike. Večina literature o korporacijskem upravljanju se osredotoča na razmerja korporacije z njenimi delničarji in na vprašanje, ali korporacija zasleduje interese delničarjev. Relacijski nadzor je precej obsežnejši pojem in vključuje tudi razmerja z ostalimi deležniki. Udejanja se s številnimi metodami, kot sta transparentnost korporacije in sodelovanje v organih korporacije, ter skozi glasovanje in jasno oblikovanje namena korporacije in fiduciarnih načel.

V tem članku je govor o eni izmed metod nadzora korporacijskih menedžerjev, in sicer o korporacijskih direktorskih odborih, pri čemer sta v analizo vključena ameriški enotirni sistem ter slovenski dvotirni sistem upravljanja. Enotni odbor v ameriški korporaciji ima pristojnosti, da nadzoruje in upravlja korporacijo, čeprav praviloma delegira upravljalске funkcije izvršilnim uradnikom korporacije. V dvotirnem sistemu upravljanja sta zakonsko določena dva odbora, nadzorni svet in uprava. Nadzorni svet ima pristojnost, da nadzoruje korporacijo, vendar je ne upravlja, upravljalško funkcijo namreč izvaja uprava.

Spodbuda za nastanek tega članka so razprave v slovenskih strokovnih krogih o prehodu na ameriški enotirni sistem upravljanja, da bi dosegali večjo konkurenčnost v globalni ekonomiji. Pojav globalne konkurence je v ZDA močno povečal količino strokovne literature, ki ocenjuje sisteme korporacijskega upravljanja. Nekateri teoretiki napovedujejo, da bo globalna konkurenca pripeljala do konvergence sistemov korporacijskega upravljanja ali do izbire le enega izmed njih, in sicer tržno usmerjenega ameriškega sistema.⁸ Drugi teoretiki pa zagovarjajo stališče, da je izbira sistema korporacijskega upravljanja odvisna od okolja, v katero se

⁷ Ti dve vprašanji sta povezani s konfliktnima vlogama direktorskih odborov, in sicer z nadzorstveno in relacijsko vlogo. Lynne L. Dallas, *Proposals for Reform of Corporate Boards of Directors: The Dual Board and Board Ombudsperson*, 54 Wash. & Lee L. Rev. 137 (1997) (v nad. Dallas, *Proposals for Reform*); Lynne L. Dallas, *The Relational Board: Three Theories of Corporate Boards of Directors*, 22 J. Corp. L. 1 (1996) (v nad. Dallas, *The Relational Board*).

⁸ Henry Hansmann & Reiner Kraakman, *The End of History* (November 19, 1997) (rokopis hrani avtorica). Glej John C. Coffee, *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications*, 93 NW. U. L. Rev. 641, 645-7 (1999).

sistem implementira, ter se ne strinjajo s prevlado enega sistema.⁹ Strokovnjaki opozarjajo na previdnost pri prevzemanju tujega »najboljšega« sistema korporacijskega upravljanja v novo okolje. Masovni izvoz in sprejemanje t. i. večvrednih ameriških zakonov s strani vzhodnoevropskih držav in Rusije sta se izkazala za problematična.¹⁰ Pomen strokovnih mnenj, ki zagovarjajo stališče do enega, najboljšega korporacijskega sistema, zmanjšuje tudi upoštevanje najnovejših ekonomskih rezultatov posameznih nacionalnih gospodarstev, ki so velikokrat odvisni od faze gospodarskega cikla, in jih je najbrž pravilneje pripisati makroekonomski politiki kot sistemu korporacijskega upravljanja.¹¹ Poznavalci so nekoč kot državo z najboljšim sistemom upravljanja korporacij označili Japonsko, zdaj so to mesto prevzele ZDA.¹² Vendar pa je jasno, da ne moremo pričakovati od držav, da bodo svoj sistem upravljanja korporacij spreminjale vsakih pet ali deset let.

Čeprav se države lahko zgledujejo po gospodarsko uspešnejših, pa morajo biti spremembe sistema upravljanja izvedene pazljivo in upoštevaje številne zgodovinske, družbene, ekonomske in politične okoliščine, ki obdajajo sistem korporacijskega upravljanja. Na primer, vrednote, ki se izražajo v formalni strukturi korporacij, oblikujejo obseg in naravo menedžerskega in relacijskega nadzora, ki ga izvajajo direktorski odbori korporacij. Formalna struktura ponuja različne odgovore na naslednja vprašanja: Kaj je korporacija? Komu služi korporacija? Kdo naj bo lastnik delnic v korporaciji in kakšne pravice prinaša lastništvo delnic? Kdo naj sodeluje v odboru korporacije? Kako naj odbor deluje? Razumevanje odgovorov na ta vprašanja in njihova vključitev v sistem korporacijskega upravljanja pomeni temelj za ocenjevanje predlaganih sprememb.

⁹ E.g., Lucian Bebchuk and Mark Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 Stan. L. Rev. 127 (1999). Glej William W. Bratton & Joseph A. McCahery, *Comparative Corporate Governance and The Theory of the Firm: The Case Against Global Cross Reference*, 38 Colum. J. Translat'L L. 213 (1999) (razpravlja o nujnosti upoštevanja različnih posebnosti okolja, v katero se sprejemajo značilnosti tujega sistema korporacijskega upravljanja).

¹⁰ E.g., Leon Aron, *The Strange Case of Russian Capitalism*, American Enterprise Institute for Public Policy Research Russian Outlook (Winter 1998) <<http://www.aei.org/ro/ro8906.htm>> (October 12, 2000); Janine R. Wedel, *U.S. Aid to Russian: Where It All Went Wrong*, Testimony Before Committee on International Relations, U.S. House of Representatives, <www.house.gov/international_relations/105th/ful/ws_917982.htm> (October 12, 2000); Thomas E. Weisskopf, *Russia in Transition: Perils of the Fast Track to Capitalism*, 35(6) Challenge 28 (1992).

¹¹ David Baker & John Schmitt, *The Macroeconomic Roots of High European Unemployment: The Impact of Foreign Growth* (June 21, 1999), <<http://www.preamble.org/eu-rounemploy.html>> (June 26, 2000); Richard McIntyre, *False Choices: Is Insecurity The Price We Pay for Economic Growth?* <<http://www.preamble.org/falsech.html>> (June 21, 2000); Mark Weisbrot, *Exceptions and Conditions: Globalization for Whom?* 31 Cornell Int'L L.J. 631 (1998).

¹² Bratton & McCahery, *zgoraj op. 9*, at 216–17.

Seveda pa obstajajo razlogi za dvotirni sistem v Sloveniji in enotirni sistem upravljanja v ZDA. Na primer, nadzorni svet v Sloveniji zagotavlja pomembne relacijske funkcije. Skladno s preteklim sistemom delavskega samoupravljanja nadzorne svete slovenskih delniških družb poleg predstavnikov delničarjev sestavljajo tudi predstavniki zaposlenih. Sestava nadzornega sveta izraža vrednote »deležniškega kapitalizma«, v katerem korporacija deluje v korist različnim deležnikom. V slovenski ustavi je jasno izraženo, da je pravica do zasebne lastnine lahko predmet javnih in socialnih omejitev. V skladu s tem prepričanjem imajo menedžerji fiduciarne dolžnosti do korporacije kot celote in ne le do delničarjev. Zagotavljanje tako široko opredeljene fiduciarne dolžnosti menedžerjev je izvedljivo, saj se menedžerski nadzor uresničuje prek dejanskega sodelovanja deležnikov v organih korporacije.

Poleg tega so problemi, povezani z neposredno udeležbo deležnikov, minimizirani s tem, da so upravljalne pristojnosti podeljene izključno upravi. Dvotirni sistem upravljanja opravlja usmerjevalno, vzgojno in normodajno funkcijo pri preprečevanju deležnikom, da bi posegali v vsakodnevno poslovanje korporacije, kar je dolžnost polno zaposlenih menedžerjev korporacije. Država in investicijske družbe, ki so povezane s političnimi strankami, so največji delničarji slovenskih delniških družb, kar je rezultat privatizacije velikih podjetij, ki so bila v lasti države. Ločenost uprave je koristna v okoljih, kot je na primer Slovenija, kjer je gospodarstvo že tradicionalno povezano s precejšnjim političnim vplivom in kjer so številni vplivni državni in zaposlitveni deležniki legitimno prisotni pri upravljanju korporacij. Tako dvotirna struktura upravljanja na eni strani zagotavlja deležnikom vpliv na upravljanje, na drugi pa hkrati ohranja področje, znotraj katerega ima uprava pooblastila za delovanje v korist korporacije kot celote. S tovrstnim hierarhičnim izravnavanjem je omogočena dvojna navzočnost zaposlenih – pod menedžerji in nad njimi – v korporacijski strukturi, ki bi bila sicer sestavljena le iz nadzornega sveta in menedžmenta. Poleg tega je možnost menedžerskega nadzora okrepjena s sodelovanjem zaposlenih v nadzornem svetu in z medsebojnim nadzorom sodelujočih izvršilnih uradnikov v upravi. Tako struktura slovenskega dvotirnega sistema podpira deležniški kapitalizem in korporacijskim organom omogoča izvrševanje tako menedžerskega kot relacijskega nadzora.

V ZDA imajo delniške družbe drugačne formalne cilje in zahteve, ki izvirajo iz njihovega edinstvenega ekonomsko-političnega zgodovinskega ozadja. Ameriški enotirni odbor za korporacijo pomeni stičišče družbene odgovornosti. V ZDA so se tako nejavne kot javne delniške družbe razvile iz zaprtih delniških družb in ne s privatizacijo velikih državnih podjetij. Skladno z njihovim izvorom in formalnopravno doktrino je javna delniška družba zasebna lastnina delničarjev in deluje v njihovo korist. »Finančni kapitalizem« narekuje, da je naloga direktorskega odbora zasledovati interese delničarjev, ki imajo svoje predstavnike v direktor-

skem odboru. Direktorski odbor s pomočjo menedžerskega nadzora menedžerjem preprečuje samotrgovanje in malomarno opravljanje dolžnosti pri upravljanju korporacije. Zaradi razpršitve lastništva so menedžerji v velikih ameriških delniških družbah dobili prevladujočo vlogo. Potreba po obstoju posebnega organa v obliki ločene uprave se v ZDA nikoli ni pojavila, saj se menedžmentu nikoli ni bilo treba posebej bojevati za zavarovanje svojih pooblastil oz. pristojnosti. Naraščajoča aktivnost institucionalnih investitorjev v ZDA je obnovila zanimanje za okrepitev vloge formalnega relacijskega in menedžerskega nadzora s strani direktorskih odborov ameriških delniških družb. Številne, skoraj prostovoljne reforme glede sestave in delovanja direktorskega odbora zasledujejo interese delničarjev in silijo menedžerje, da delujejo v korist korporacij in ne zasledujejo svojega lastnega interesa.

Izven okvirov ameriške formalnopravne doktrine direktorski odbori ameriških korporacij izvajajo dodatne relacijske funkcije. Empirični dokazi potrjujejo pomembnost teh funkcij.¹³ Za zmanjšanje nestabilnosti v svojem poslovnem okolju korporacije uporabljajo direktorski odbor kot strategijo povezovanja s svojim okoljem in pri tem dobivajo nasvete in podporo relevantnih partnerjev v okolju. To je prikrita zgodba ameriških direktorskih odborov. Ta članek se osredotoča na del te zgodbe, to je na očiten trend ameriških korporacij, da v svoje odbore vključijo raznovrstne direktorje, vključno z ženskami, manjšinami in tujci. Namen takšnega vključevanja je potreba samih korporacij, da vzpostavijo boljše odnose s svojimi zaposlenimi in potrošniki v vedno bolj raznoliki in globalni ekonomiji, kar lahko označimo z izrazom »kapitalizem raznolikosti«. Gre za v prihodnost usmerjene korporacije, ki se učinkovito povezujejo s svojimi raznovrstnimi deležniki. Ameriške korporacije pri tovrstnem razvoju ponekod ovira pravna teorija in ideologija finančnega kapitalizma ter nedavni pritiski nekaterih institucionalnih delničarjev. Ostali institucionalni investitorji so raznolikost prevzeli kot korporacijski model dobre poslovne prakse.

Članek je razdeljen na tri dele. V prvem delu teče razprava o formalnem konceptu delniških družb v ZDA, o širokih pooblastilih menedžerjev, o problemih, s katerimi se soočajo odbori pri nadzoru menedžerjev, o najnovejših ugotovitvah, ki naj bi okrepile učinkovitost menedžerskega nadzora v ameriških odborih, o relacijskem nadzoru, ki ga izvajajo ameriški odbori, o raznolikih odborih (*diverse board*) in najnovejši literaturi, ki ocenjuje ameriške direktorske odbore. V naslednjem poglavju razpravljam o izvoru korporacij v Sloveniji, o njihovem namenu in njihovi strukturi upravljanja. Ocenjujem zmožnosti relacijskega in menedžerskega nadzora v slovenskem dvotirnem sistemu upravljanja in možne reforme, ki naj bi zagotovile bolj učinkovit menedžerski nadzor. V zadnjem poglavju so zbrani sklepi in moji predlogi.

¹³ Glej spodaj tekst ob op. 160–64.

SISTEM V ZDA

Koncepcija korporacije

Kot je bilo že omenjeno, je javna delniška družba (*public corporation*) v ZDA v formalnem pogledu zaradi korenin, ki jih ima v zaprti delniški družbi (*closely-held corporation*), pojmovana kot zasebna lastnina delničarjev. Korporacija deluje v korist lastnikov, pri čemer so menedžerji zastopniki lastnikov. Delničarji imajo izključno pristojnost, da izvolijo direktorje v direktorski odbor. Ti direktorji imajo fiduciarne dolžnosti zgolj v razmerju do delničarjev.¹⁴ Pogled na menedžerje kot zastopnike delničarjev je zajet v sodobni teoriji zastopniških stroškov, ki korporacijo razume kot »splet pogodb«, v kateri menedžerji delujejo kot zastopniki delničarjev.¹⁵

Namen korporacije je tako služenje interesom delničarjev, za katere se predpostavlja, da želijo, da korporacija sledi ciljem maksimizacije profita in vrednosti delnic.¹⁶ Skladno s tovrstnim pojmovanjem korporacije so celo delavski predstavniki v odboru zavezani na prvo mesto postaviti interes delničarjev.¹⁷ Na kratko, za tovrstni formalni sistem finančnega kapitalizma velja domneva, da se delniške družbe upravljajo za delničarje in v njihovo korist. Korporacija je v lasti delničarjev in deluje z namenom maksimizacije njihovih dobičkov.

¹⁴ Izjeme obstajajo v državah, ki so sprejele zakone, ki dovoljujejo direktorjem, da upoštevajo tudi interese drugih deležnikov, vsaj v primeru ponudbe za prevzem. Glej James J. Hanks, Jr., *Playing With Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990's*, 21 Stetson L. Rev. 97 (1991). Vrhovno sodišče zvezne države Delaware je izrazilo mnenje, da direktorji pri sprejemanju odločitev lahko upoštevajo koristi tudi drugih deležnikov, vse dokler so odločitve v razumni zvezi z interesom delničarjev. Glej *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. Super. Ct. 1985).

¹⁵ Daniel R. Fischel, *The Corporate Governance Movement*, 35 VAND. L. REV. 1259, 1265 (1982). Profesor Klein kritizira uporabo terminologije s področja zastopniških razmerij za razlago nadzora nad menedžmentom, pri čemer poudarja legitimnost interesov menedžmenta. William A. Klein, *The Modern Business Organization: Bargaining Under Constraint* 91 Yale L.J. 1521, 1543 (1982). Profesor Williamson meni, da teorija transakcijskih stroškov menedžment pripoznava kot samostojen subjekt z lastnim interesom v korporaciji. Oliver Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism* 312–14 (1985).

¹⁶ American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, Part II, 2.01 (1994) (»cilj korporacije je opravljanje poslovne dejavnosti z namenom pridobivanja korporacijskega dobička in dohodka delničarjev«).

¹⁷ Glej Larry W. Hunter, *Can Strategic Participation Be Institutionalized? Union Representation of American Corporate Boards*, 51 Indus. & Lab. Rel. Rev. 557 (1998).

Pooblastila menedžerjev v ameriških korporacijah

Omenjeni formalni sistem pa je v praksi deloval drugače. Delničarji so imeli malo neposredne kontrole, saj je bilo lastništvo delnic delniških družb v ZDA razpršeno. Berle in Means sta v svoji znameniti knjigi leta 1930 poudarila, da je ločenost kontrole in lastništva posledica razpršene lastništva delnic.¹⁸ Tak sistem kontrole je bil označen kot »menedžerializem«. V ameriških delniških družbah so bili nosilci kontrole menedžerji, ne delničarji.

Razpršeno delničarstvo v ZDA pripisujejo populistični pravni regulaciji, ki je od večinske udeležbe v delniških družbah odvrnila finančne institucije.¹⁹ Poleg tega je razpršeno delničarstvo mogoče pripisati tudi moderni finančni teoriji, ki ugotavlja, da je tveganje investiranja v korporacije mogoče minimizirati tako, da vsak delničar investira v raznovrsten portfelj korporacijskih vrednostnih papirjev.²⁰ Raznolikost investicij vpliva na korporacijsko upravljanje zato, ker so delničarji z majhnimi lastniškimi deleži navadno ravnodušni glede udeležbe pri korporacijskem upravljanju. Nimajo interesa igrati aktivne vloge pri korporacijskem upravljanju, saj nosijo vse stroške svojih aktivnosti, od katerih imajo brez truda koristi vsi delničarji.²¹ Tako imenovani problem »kolektivnega delovanja« je vplival na participacijo delničarjev v korporacijskem upravljanju v ZDA.²²

Posledica tega je, da v ameriških delniških družbah razvojno gledano nikoli ni bilo potrebe po posebnem varovanju področja menedžerskih pooblastil z ustanovitvijo ločenega menedžerskega odbora. Menedžerji so pravzaprav imeli trdna pooblastila in razmeroma proste roke pri vsakodnevnem vodenju poslov korporacije.

Poleg tega je pravna ureditev fiduciarne dolžnosti direktorjev v ZDA razvila sistem, ki varuje pravice članov odbora s pomočjo posebne zaščite njihovih odločitev.²³ Sodišča uveljavljajo pravilo pravilne poslovne presoje (*business judgment rule*), ki tožniku v sporu proti korporacijskim direktorjem nalaga dolžnost ovreči domnevo, da direktorji ravnajo v

¹⁸ Adolph Berle and Gardiner Means, *The Modern Corporation and Private Property* (rev. ed. 1967).

¹⁹ Mark J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance* (1997).

²⁰ Eugene F. Brigham, *Fundamentals of Financial Management* 119–26 (1989).

²¹ Robert Charles Clark, *Corporate Law* 389–94 (1986).

²² Problem kolektivnega delovanja so v ZDA poskušali rešiti tako, da so ameriške delniške družbe morale pooblastilom (*proxy statements*), ki so jih poslali delničarjem ob letnem sklicu skupščine, priložiti tudi predloge delničarjev. Glej Pravilo 14a-8 zveznega zakona o trgu vrednostnih papirjev iz leta 1934.

²³ E.g., *Joy v. North*, 692 F.2d 880 (2d Cir. 1982); *Smith v. Van Gorkum*, 488 A.2d 858 (Del. 1985); *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984).

dobri veri, na temelju utemeljene presoje in v poštenem prepričanju, da je njihova odločitev v najboljšem interesu korporacije.²⁴

Pred sprožitvijo spora morajo zasebni tožniki najprej od direktorskega odbora zahtevati, da ta sam vloži tožbo zaradi kršitve fiduciarne dolžnosti zoper posameznega člana direktorskega odbora,²⁵ poleg tega pa morajo za vložitev tovrstne tožbe premagati še številne druge procesne in materialne ovire.²⁶ Tako v ZDA zaradi številnih razlogov ni bilo treba uveljaviti dvotirnega sistema z ločeno upravo, ki bi zagotovil menedžmentu potrebna pooblastila za izvrševanje njegovih korporacijskih nalog.

Ohranitev menedžerskih pooblastil v zaprtih delniških družbah

Zahteva po ohranitvi področja menedžerskih pooblastil se je pojavila v ameriški pravni znanosti v kontekstu zaprtih delniških družb. Podobno kot slovenske delniške družbe imajo tudi ameriške zaprte delniške družbe individualne delničarje z izdatnim lastniškim interesom v korporaciji. Zaprte delniške družbe so definirane kot korporacije z majhnim številom delničarjev in brez organiziranega trga za svoje delnice.²⁷ Delničarji investirajo v te korporacije in pogosto pričakujejo, da bodo aktivno sodelovali pri njenem upravljanju. Pogosto imajo v zvezi z zaprto delniško družbo določena pričakovanja in zahteve. Te zadevajo zaposlitveno politiko in razdelitev dobička, ki jo skušajo implementirati z delničarskimi sporazumi.

Ti sporazumi pa so lahko v nasprotju s pristojnostmi, ki jih korporacijsko pravo dodeljuje direktorskemu odboru. Na primer, delničarski sporazumi, ki določajo identiteto menedžerjev in zaposlenih, plače in obseg udeležbe pri dobičku, posegajo na področje, ki je sicer v pristojnosti direktorskega odbora.²⁸ Sodišča tovrstne sporazume velikokrat opredelijo kot škodljive za korporacije, ker posegajo v poslovodne pristojnosti

²⁴ Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984) (Pravilo pravilne poslovne presoje »je domneva, da je bil direktor pri sprejemanju poslovnih odločitev informiran ter da je ravnal v dobri veri in poštenem prepričanju, da je bila njegova odločitev v najboljšem interesu podjetja«).

²⁵ E.g., Rales v. Blasband, 634 A.2d 927 (Del. 1993); Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (Del. 1984).

²⁶ E.g., Zapata Corp. v. Maldonado, 430 A.2d 779 (Del. 1981) (gibanje za odpravo derivativne tožbe s strani neodvisnega pravdnega komiteja); Auerbach v. Bennett, 393 N.E.2d 994 (N.Y. 1979) (neodvisni pravdni komite); Lewis D. Solomon, Corporations Law and Policy 1034–42 (4th ed. 1998) (različne časovne zahteve).

²⁷ General Corp. Law of Delaware 342; California General Corporation Law 158; Revised Model Business Corporation Act 7.32

²⁸ Te sporazume je treba razlikovati od delničarskih glasovalnih sporazumov (imeenovani tudi volilni sporazumi), ki določajo, kako bodo delničarji razdelili svoje glasove.

direktorskega odbora.²⁹ Te odločitve izražajo zaskrbljenost nad tem, da direktorji ne bi izpolnili svoje fiduciarne dolžnosti do korporacije, ker so vezani z določbami sporazumov med posameznimi delničarji.³⁰ Sodišča so glede delničarskih sporazumov, ki jih niso podpisali vsi delničarji, izrazila zaskrbljenost, da sporazum ni nujno v interesu vseh delničarjev.³¹ Proučila so delničarske sporazume, da bi ugotovila, ali so bili škodljivi za delničarje, ki niso bili stranke sporazuma, za upnike, za splošno javnost³² in ali so prihajali v nasprotje s pristojnostmi direktorjev.³³

Kljub vsemu pa so zakonodaje posameznih zveznih držav delničarske sporazume razglasile za veljavne pod določenimi pogoji in jim celo zagotovile možnost za uveljavitev.³⁴ Delničarski sporazumi so bili obravnavani kot nujno sredstvo za zaščito pričakovanj delničarjev pri ustanavljanju zaprte delniške družbe, in še pomembneje, kot obramba manjšinskih delničarjev pred prevlado večinskih v času, ko je bila korporacija že ustanovljena. Ti zakoni so upoštevali dilemo nezadovoljnih, manjšinskih delničarjev, ki ne morejo prodati svojega deleža v zaprtih delniških družbah, saj te nimajo aktivnega trga za prodajo in nakup njihovih delnic. Zanimivo je, da se zakoni, ki dovoljujejo take določbe v delničarskih sporazumih, nanašajo samo na zaprte delniške družbe³⁵ in zahtevajo, da se

²⁹ E.g., *Long Park, Inc. v. Trenton-New Brunswick Theatres Co.*, 297 N.Y. 174 -77 N.E.2d 633 (1948); *Clark v. Dodge*, 269 N.Y. 410, 199 N.E. 641 (1936); *McQuade v. Stoneham*, 263 N.Y. 323, 189 N.E. 234 (1934), *Manson v. Curtis*, 223 N.Y. 313, 119 N.E. 559 (1918).

³⁰ *West v. Camden*, 135 U.S. 507, 514, 520, 523 (1890); *Williams v. Fredericks*, 189 La. 987, 175 So. 642, 645 (1937); *Scripps v. Sweeney*, 160 Mich. 148, 125 N.W. 72, 78 (1910); *Jackson v. Hopper*, 76 N.J. Eq. 592, 75 A. 568, 573 (Ct. Err. & App. 1910); *McQuade v. Stoneham*, 263 N.Y. 323, 328, 330, 189 N.E. 234, 236, 237 (1934); *Manson v. Curtis*, 223 N.Y. 313, 323, 119 N.E. 559, 562 (1918). *Glej* 1 F.O'Neal, *Close Corporations* Section 5.20, 91-96 (1971).

³¹ *West v. Camden*, 135 U.S. 507, 513-14 (1890); *Brewer v. Stoddard*, 309 Mich. 119, 14 N.W. 2d 804, 807 (1944); *Creed v. Copps*, 103 Vt. 164, 153 A. 369, 370 (1930). *Glej* 1 F.O'Neal, *zgoraj* op. 30, Section 5.20, at 91-92.

³² *Clark v. Dodge*, 269 N.Y. 410, 415-16, 199 N.E. 641, 642-43 (1936); *E.K. Buck Retail Stores V. Harkert*, 57 Neb. 867, 62 N.W. 2d 288, 299 (1954). *Glej* *Bullock, Shareholder Agreements in Closely Held Corporations: Is Sterilization An Issue?* 59 Temp. L.Q. 61, 66-68 (1986); *Comment, Shareholders' Agreements and the Statutory Norm*, 43 Cornell L.Q. 69, 75-76 (1957).

³³ *Primerjaj* *Clark v. Dodge*, 269 N.Y. 410, 415, 199 N.E. 641, 642 (sporazum je veljaven, ker le »rahlo zadeva« ob zakonsko normo) z *Long Park v. Trenton-New Brunswick Theatres Co.*, 297 N.Y. 174, 77 N.E. 2d 633, 635 (1948) (se razlikuje od odločitve v primeru *Clark*, saj ugotavlja, da je sporazum ničen, ker »ne gre za rahlo kršitev ali neškodljiv odmik od zakonske norme, ampak za odvzem vseh pristojnosti odbora ...«). *Glej* *Bullock, zgoraj* op. 32, na 66.

³⁴ *Glej spodaj* tekst ob op. 35 & 36.

³⁵ *Glej* Ala. Code Section 10-2A-301; Ariz. Rev. Stat. Ann. Sections 10-201 to 10-218; Cal. Corp. Code Section 158; Del Code Ann. tit. 8, Sections 341-356; Ill. Ann. Stat. ch. 32, para. 1201-1216; Me. Rev. Stat. Ann. tit. 13-A, Section 102(5);

vs delničarji korporacije strinjajo s sporazumom.³⁶ Poleg tega so v zadevah, katerih snov pokriva sporazum, preložili fiduciarno dolžnost direktorjev na delničarje.

Kadar je koncept korporacije tak, da interese korporacije izenačuje z interesi njenih delničarjev, zahteva, da sporazum podpisajo vsi delničarji, odpravlja problem izvrševanja menedžerskih pooblastil v korist korporacije. V teh primerih se zakonodaja ne ukvarja s škodo, ki je lahko povzročena upnikom ali javnosti, kar je bilo značilno za zgodnejšo pravno prakso, ampak v skladu s formalnopravno doktrino zasleduje zgolj interese delničarjev. Če so se vsi delničarji strinjali, potem so bile omejitve menedžerskih pooblastil primerne. Kljub temu pa številni zakoni niso dopuščali omejitve menedžerskih pooblastil z delničarskimi sporazumi v javnih delniških družbah.

Iz tega sledi, da skrb za varovanje področja menedžerskih pooblastil ni omejena le na države z dvotirnim sistemom upravljanja. Podobno kot v Sloveniji se to vprašanje pojavlja tudi v ZDA, predvsem v kontekstu korporacij, kjer so delničarji hkrati tudi deležniki.

Struktura enotnega sistema upravljanja

Direktorski odbor v ameriških javnih delniških družbah je enotni odbor, sestavljen iz direktorjev, ki jih izvolijo delničarji po načelu kapitalске večine (*one-share one-vote*).³⁷ Direktorski odbor je pristojen za nadzor in upravljanje korporacije.³⁸ Tako pri izvajanju nadzora kot pri upravljanju za korporacijski odbor direktorjev ni formalnih omejitev. V preteklosti je korporacijskopravna zakonodaja predpisovala neposredno upravljanje s strani direktorskega odbora. Z naraščanjem obsega in kompleksnosti korporacij in administrativne potrebe po prepustitvi upravljalških pooblastil izvršilnim uradnikom, je bilo to pravilo dopolnjeno z določbo, ki

N.C. Gen. Stat. Section 55-73(b); R. I. Gen Laws Section 7-1.1-51. *Vendar glej* Md. Corps & Ass'ns Code Ann Section 4-101-4-603; Tex. Bus. Corp. Act Ann. art. 12.01 et seq. (zakonske določbe, ki uveljavljajo možnost sprejemanja delničarskih sporazumov v vseh vrstah korporacij). Sodišče je v primeru *Zion v. Kurtz*, 50 N.Y. 2d 92, 428 N.Y.S. 2d 199, 405 N.E. 2d 681 (1980) prezrlo dejstvo, da stranke niso bile organizirane v obliki zaprte delniške družbe, s čimer naj ne bi izpolnjevale formalnega zakonskega kriterija, ki mora biti izpolnjen za ohranitev soglasno sprejetega delničarskega sporazuma v veljavi. *Glej tudi* *Fitzgerald v. Christy*, 242 Ill. App. 343, 353 (1926).

³⁶ *Glej, e.g.,* Minn. Stat. Ann. Sec. 302A.457 (West 1985); Wis. Stat. Ann Sec. 180.995(12)a. *Vendar glej* General Corp. Law of Delaware 350 (zahteva se le večina).

³⁷ Kumulativno glasovanje je v ameriških javnih korporacijah le redko uveljavljeno.

³⁸ *E.g.,* General Corp. Law of Delaware 141; Rev. Model Business Corporation Act 8.01.

omogoča, da se korporacija upravlja »pod vodstvom« direktorskega odbora. Danes državna zakonodaja določa, da »poslovanje in zadeve vsake korporacije upravlja direktorski odbor sam ali pa se upravljajo pod njegovim vodstvom«, razen če ni s statutom korporacije ali v izterljivem delničarskem sporazumu dogovorjeno drugače.³⁹

Direktorski odbor lahko deluje le kot organ; kar pomeni, da posamezni direktorji ne smejo dajati pooblastil za delovanje korporacije.⁴⁰ Direktorski odbor ne more glasovati prek zastopnika,⁴¹ odločanje o zadevah v okviru direktorskega odbora pa ni potrebno zgolj takrat, ko o določenem vprašanju med direktorji vlada soglasje.⁴² Vendar pa je quorum za veljavno odločanje na sejah direktorskega odbora postavljen zelo nizko, saj za veljavno sprejemanje odločitev zadostuje že prisotnost zgolj tretjine direktorjev.⁴³

Direktorski odbor lahko prenese pristojnost v določenih zadevah na komiteje, sestavljene iz članov odbora. Ustanovitev teh komitejev mora potekati po posebnih postopkih,⁴⁴ zadeve, ki so lahko delegirane na komiteje, pa so običajno omejene z zakoni posameznih zveznih držav.⁴⁵

Problemi menedžerskega nadzora s strani direktorskih odborov v ameriških javnih delniških družbah

S pravnega vidika ima enotni odbor pristojnost nadzorovati in upravljati korporacijo, vendar v praksi javnih delniških družb odbor ne izvršuje nobene od teh funkcij. Glavni izvršilni uradnik pogosto upravlja korporacijo in vodi odbor direktorjev. K prevladi menedžerjev v odboru ameriških delniških družb je pripomoglo predvsem razpršeno lastništvo, pa tudi drugi sociološki in psihološki dejavniki, povezani z delovanjem odbora. Ti dejavniki so: vpletenost menedžerjev v izbiro direktorjev (»seleksijski vpliv«), odvisnost direktorjev od menedžmenta zaradi pridobivanja informacij (»informacijska odvisnost«), družbena dinamika odbora, kjer so prisotni notranji direktorji (»strukturni vpliv«), časovne omejitve zuna-

³⁹ Id.

⁴⁰ E.g., Baldwin v. Canfield, 26 Minn. 43, 1 N.W. 261 (1897); Lewis D. Solomon et al., *zgoraj* op. 26, at 364–65.

⁴¹ Lippman v. Kehoe Stenograph Co., 11 Del.Ch. 80, 95 A. 895 (1915).

⁴² E.g., General Corp Law of Delaware 141(f); Annotated Revised Model Business Corporation Act 8.21.

⁴³ General Corp. Law of Delaware 141(b); Revised Model Business Corporation Law 8.24.

⁴⁴ E.g., General Corp. Law of Delaware 141 (c); Revised Model Business Corporation Act 8.24.

⁴⁵ E.g., General Corp. Law of Delaware 141(c); Revised Model Business Corporation Act 8.24(e).

njih direktorjev, relativnost strokovnega znanja notranjih in zunanjih direktorjev ter manjši delež zunanjih direktorjev v poslovanju.

Glavni izvršilni uradnik je pogosto osebno vpleten v izbor direktorjev ameriških korporacij.⁴⁶ Veliko direktorjev ima občutek, da »služijo zadovoljstvu glavnega izvršilnega uradnika«. ⁴⁷ Člani odbora so navadno zaradi informacij odvisni od menedžmenta. Pogosto pred sejami odbora ne dobijo vnaprejšnjih informacij. Menedžerji določijo dnevni red sej.⁴⁸ Socialna dinamika v odborih, kjer so prisotni izvršilni uradniki, je velikokrat naravnana tako, da ustvari okolje, v katerem menedžerji niso nadzorovani.⁴⁹ Skladno s teorijo skupin bo usklajenost med člani skupine v določenih razmerah pri odločanju o posameznem vprašanju prevladala kljub osebnemu nasprotovanju posameznega člana oz. direktorja odbora.⁵⁰ Številni dejavniki lahko prispevajo k t. i. skupinskemu mišljenju vključno z željo ostati v odboru ali ostati povezan z ostalimi člani odbora, ki veljajo za člane elitne skupnosti, s katero bi se član odbora rad identificiral.⁵¹ Rezultati študije so pokazali, da so člani odborov prvenstveno motivirani za delovanje v odboru zaradi identitete ostalih članov odbora in ne zaradi finančnega položaja korporacije ali prepričanja, da lahko koristno prispevajo k razvoju korporaciji.⁵² Spoštovanje članov odbora poveča tako identifikacijo posameznika z ostalimi člani odbora kot tudi ceno njegove zavrnitve.⁵³ Spoštovanje med člani odbora poveča njihovo verodostojnost. Poleg tega kompleksnost in negotovost poslovnih odločitev⁵⁴ ter strokovnost glavnega izvršilnega uradnika, ki je osebno udeležen v korporacijskih poslih, vplivajo na boljše sodelovanje z glavnim izvršilnim uradnikom. Tudi dejstvo, da ima glavni izvršilni uradnik položaj predsednika odbora, prispeva k upoštevanju njegovega mnenja pri ostalih članih odbora.⁵⁵

⁴⁶ Jay W. Lorsch & Elizabeth Maciver, *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards* 20–23 (1989); Melvin Aron Eisenberg, *The Structure of the Corporation* 144–48 (1975); The Conference Board, *Board Diversity in U.S. Corporations: Best Practices for Broadening the Profile of Corporate Boards*, Research Report 1230–99-RR, 20 (1999) (v nad. Conference Board Report) (»V ZDA je bil glavni izvršilni uradnik tradicionalno predsednik direktorskega odbora in glavni akter v procesu izbiranja novih članov odbora.«).

⁴⁷ Lorsch & Maciver, *zgoraj op.* 46, na 17.

⁴⁸ *Id.* na 13.

⁴⁹ Več o tem vprašanju *glej* Dallas, *Proposals for Reform*, *zgoraj op.* 7, at 104–111.

⁵⁰ Robert S. Baron et al., *Group Process, Group Decision, Group Action* 67 (1992).

⁵¹ John C. Turner, *Social Influences* 38–39, 117–18 (1991); Herbert C. Kelman, *Compliance, Identification, and Internalization: Three Processes of Attitude Change*, 2 J. Conflict Resol. 51, 53 (1995).

⁵² Korn/Ferry International, *22nd Annual Board of Directors Study* 31 (1995).

⁵³ Turner, *zgoraj op.* 51, na 121 (1991).

⁵⁴ Baron, *zgoraj op.* 50, na 66, 75; Turner, *zgoraj op.* 51, na 25, 44–45.

⁵⁵ Obstaja »povezava med sposobnostjo posameznika pri izvrševanju vpliva in nje-

Številne študije o dejanskem delovanju direktorskih odborov ameriških javnih delniških družb so pokazale, da je nadzorstvena sposobnost odborov manjša zaradi prevlade menedžerjev. Ugotovitve nedavne študije iz leta 1989, ki je temeljila na obsežnih anketah in intervjujih članov odborov, so pokazale, da so v odborih prisotna nepisana pravila, ki ovirajo učinkovit nadzor menedžmenta.⁵⁶ Skladno s temi pravili naj člani odbora ne bi kritizirali glavnega izvršilnega uradnika, posebno ne pred notranjimi direktorji, člani odbora naj ne bi iskali informacij zunaj komunikacijskih kanalov, ki jih zagotavlja glavni izvršilni uradnik, odbor pa naj ne bi razpravljajal o odgovornostih in premisah, na katerih temelji delovanje odbora.⁵⁷

Menedžerski nadzor s pomočjo sestave odbora in izkušnje ameriških odborov

Učinkovitejši nadzor menedžerjev s strani odborov je v zadnjih letih cilj različnih reform glede sestave in delovanja direktorskega odbora v ameriških delniških družbah. Spodbuda za reforme je razvoj prava fiduciarne dolžnosti,⁵⁸ izkušnje z različnimi interesi menedžerjev in delničarjev v obdobju pojava javne ponudbe za prevzem v osemdesetih letih in podpora močnih institucionalnih delničarjev.⁵⁹ Sodišče uporabi milejši standard presoje, kadar je s strani tožnika spodbijana odločitev korporacije, ki jo sprejmejo neodvisni direktorji. Tovrstne odločitve so zato spodbuda za reforme, ki v sestavo odbora vključujejo več neodvisnih direktorjev. Izkušnje delničarjev v osemdesetih, ko so direktorski odbori odobraval obrambne taktike, katerih učinek je bil neuspeh za delničarje privlačnih prevzemov, so poudarile prevlado menedžerjev v korporacijskih odborih. Ta fenomen je spodbudil reformo odborov. Ko je izhod iz korporacije postal manj ustreznost, so institucionalni investitorji povečali svoje aktivnosti v korporacijskem upravljanju in začeli ukrepati tudi z ustanavljanjem združenj institucionalnih investitorjev, da bi lažje izpeljali reforme odborov.

govim hierarhičnim položajem v družbeni strukturi.« Turner, *zgoraj* op. 51. na 131. Več o tem glej Dallas, *Proposals for Reform*, *zgoraj* op. 7, na 110–11.

⁵⁶ Lorsch & Maciver, *zgoraj* op. 46, na 26–30.

⁵⁷ *Id.* na 91–96, 170–71.

⁵⁸ Sodišča uporabljajo milejše standarde presoje, kadar tožnik izpodbija odločitev, ki so jo sprejeli neodvisni direktorji. Glej Smith v. Van Gorkum, 488 A.2d 858 (Del. 1985) (pravilo pravilne poslovne presoje); Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (Del. 1984); Auerbach v. Bennett, 393 N.E.2d 994 (N.Y.1979) (spoštovanje mnenja neodvisnega pravnega komiteja pri zavrnitvi delničarske derivativne tožbe).

⁵⁹ E.g., Calpers, Corporate Governance Core Principles & Guidelines: U.S.<<http://www.calpers.governance.org/principles/domestic/us/page04.asp>>.

Zunanji direktorji v ameriških direktorskih odborih

Verjetno najbolj opazna tendenca v ameriškem korporacijskem upravljanju v zadnjih dvajsetih letih je povečanje števila in deleža zunanjih direktorjev v korporacijskih direktorskih odborih.⁶⁰ Povečanje se je seveda ujemalo z manjšim številom in deležem notranjih članov odborov. Podatki poročila korporacijskih pooblaščenecv iz leta 1998 kažejo, da imajo korporacijski odbori ameriških delniških družb povprečno enajst direktorjev, pri čemer sta dva izmed njih notranja direktorja.⁶¹ Ti podatki kažejo na zmanjšanje števila notranjih direktorjev v primerjavi z letom 1993, ko so korporacije imele povprečno tri in z letom 1973, ko so imele povprečno pet notranjih direktorjev.⁶² Iz študije, ki primerja sestavo direktorskega odbora leta 1970 in leta 1980, je razvidno zmanjšanje števila notranjih direktorjev na račun povečanja števila neodvisnih direktorjev. Med neodvisne direktorje spadajo javni in strokovni direktorji, zasebni investitorji in direktorji, zaposleni v nepovezanih korporacijah.⁶³ Razmerje zunanjih direktorjev, med katere sodijo finančniki, svetovalci, pravniki in direktorji, zaposleni v povezanih korporacijah, se v tem obdobju ni bistveno spremenilo.⁶⁴

Trend zmanjševanja notranjih direktorjev v odborih je bil podkrepjen s ciljem oblikovati odbore, ki bodo precej bolj neodvisni od menedžmenta. Že leta 1975 je profesor Eisenberg v svoji znameniti knjigi »*The Structure of the Corporation*« prepričljivo zagovarjal takšno sestavo odbora, v kateri bi bili v večini neodvisni direktorji.⁶⁵ Danes številne kodeksi dobrega poslovanja, ki so jih predlagali in sprejeli v ZDA in v tujini borze, strokovne organizacije in združenja akademikov, pravnikov in vodilnih gospodarstvenikov, za zagotovitev učinkovitejšega menedžerskega nadzora svetujejo, naj bodo v korporacijskih odborih neodvisni direktorji.⁶⁶

⁶⁰ Korn/Ferry Int'L, 26th Annual Board of Directors Study 11 (1999) (v nad. »Korn/Ferry, 26th Annual Study«).

⁶¹ O razpravi glede velikosti odborov glej spodaj tekst ob op. 404–25.

⁶² *Id.* na 11.

⁶³ Barry D. Baysinger & Henry N. Butler, Corporate Governance and The Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition, 1(1) *J.Law, Econ & Organ.* 101, 111–14 (1985).

⁶⁴ *Id.* na 113–14.

⁶⁵ Eisenberg, zgoraj op. 46. Glej Korn/Ferry 26th Annual Study, zgoraj op. 60, na 5 (ugotavlja, da je v ameriških javnih korporacijah na splošno sprejeto, da »odbore prvenstveno sestavljajo neodvisni direktorji, ki nimajo pomembnejših povezav ali konflikta interesov s podjetjem«).

⁶⁶ E.g., American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* (1994); John C. Shaw, *The Cadbury Report, Two Years Later*, v *Comparative Corporate Governance* 22–25, 33–35 (Klaus J. Hopt & Eddy Wymeersch 1997); F.F. DuPlessis, *Corporate Governance: Some Reflections on the South African Law and the German Two-Tiered Board System*, v 2 *Perspectives in Company Law* 135–37 (Fiona Patfield ed. 1997).

Na voljo so številne definicije neodvisnih direktorjev. Direktor bo veljal za neodvisnega v primeru, da (1) nikoli ni bil zaposlen v korporaciji ali v kakšni od nje odvisni korporaciji, (2) ni sorodnik katerega od zaposlenih v korporaciji (3), ne opravlja nobenih poslov z gospodarsko družbo, (4) ni zaposlen v nobenem podjetju, ki opravlja večje storitve za gospodarsko družbo in (5) od gospodarske družbe, razen nagrade za opravljanje direktorske funkcije, ne prejema nobene druge kompenzacije.⁶⁷

Komiteji v ameriških odborih

Poskusi izboljšave menedžerskega nadzora so bili v zadnjih letih izpeljani tudi s spremembo v strukturi korporacij, in sicer z vpeljavo komitejev. Strokovna literatura, ki se ukvarja z upravljanjem, podpira oblikovanje komitejev kot sredstvo za učinkovito delovanje odborov.⁶⁸ Komiteji omogočajo direktorjem uporabo in razvoj strokovnih znanj na specializiranih področjih in osredotočanje na temeljne zadeve, s katerimi se sooča korporacija. Številne delniške družbe, ki imajo revizijske komiteje, sestavljene iz zunanjih direktorjev, so tipični primeri naraščajočega pomena menedžerskega nadzora v ameriških delniških družbah. Skladno s poročilom korporacijskih pooblaščenecov iz leta 1998 so vse delniške družbe imele revizijske komiteje, v katerih praviloma ni bilo notranjih članov.⁶⁹ Tako predpisi nacionalne borze kot strokovne organizacije in znanstvene komisije so dejavno podpirali oblikovanje in razvoj neodvisnih revizijskih komitejev tako v ZDA kot v tujini.⁷⁰

Revizijski komiteji so namenjeni izvajanju in podpori nadzorstvene funkcije odbora, in sicer z občasnim preverjanjem korporacijskih proce-

⁶⁷ National Association of Corporate Directors, Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Performance of Chief Executive Officers, Boards, and Directors 13–35 (Washington, D.C., 1994). Definitions of independence are found in the Investment Company Act of 1940, the Securities and Exchange Act of 1934, the Internal Revenue Code and have been developed by the FDIC, American Law Institute, Business Roundtable, National Association of Securities Dealers, New York Stock Exchange and the Council of Institutional Investors. <<http://www.calpers-governance.org/principles/domestic/us/page14.asp>>.

⁶⁸ Diana Bilimoria & Sandy Kristin Piderit, *Board Committee Membership: Effects of Sex Based Bias*, 37(6) Acad. Mgmt. J. 1453 (1994).

⁶⁹ Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60.

⁷⁰ Report and Recommendations of the Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees (1999), <<http://www.nasdaq.com>> and <<http://www.nyse.com>> (v nad. »Blue Ribbon Committee Report«); Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (the »Cadbury Report«) Section 4.35(b); The NASDAQ Stock Market Listing Requirements, <[wysiwyg://35/http://www.nasdaq.com/about/sec_apvd_amendment_121499.stm](http://www.nasdaq.com/about/sec_apvd_amendment_121499.stm)> (October 12, 2000); Aktienspararna's Corporate Governance Policy 10; The Draft Report of the Committee Appointed by the Sebi on Corporate Governance under the Chairmanship of Shri Kumar Mangalam Birla (September 1999), <www.sebi.gov.in>

sov zbiranja finančnih podatkov, notranje kontrole in neodvisnosti zunanjih revizorjev.⁷¹ V zadnjem času je bilo veliko pozornosti namenjene problemu zmanjševanja kakovosti finančnih poročil ameriških korporacij. Arthur Levitt, predsednik Komisije za trg vrednostnih papirjev (*Securities and Exchange Commission*), je korporacije posvaril pred manipulacijami v računovodskih izkazih, ki korporacijam sicer lahko služijo pri doseganju kratkoročne konkurenčne prednosti, vendar na dolgi rok lahko spodkopljejo zaupanje v ameriški trg kapitala.⁷² Dejansko delovanje revizijskih komitejev je od korporacije do korporacije različno; od temeljitega ali površnega sodelovanja strokovnjakov do članov komitejev, ki ne obvladajo osnovnih principov finančnega poslovanja.⁷³ Najnovejši predlogi za spremembo takšnega stanja, ki jih je ob podpori newyorške borze in Nacionalnega združenja posrednikov z vrednostnimi papirji (*National Association of Securities Dealers*) izdelal posebni strokovni komite, se osredotočajo na pomembno vlogo revizijskih komitejev pri izvajanju aktivnega in neodvisnega finančnega nadzora.⁷⁴ Na podlagi teh priporočil je Komisija za trg vrednostnih papirjev nedavno dopolnila in spremenila pravila.⁷⁵

Komiteji za nagrajevanje, ki odločajo o nagrajevanju izvršilnih uradnikov, so prav tako pomembni za učinkovit menedžerski nadzor. V ZDA obstaja soglasje o tem, da dobra praksa delovanja direktorskega odbora zahteva, da je komite za nagrajevanje sestavljen iz neodvisnih direktorjev.⁷⁶ Glede na raziskavo iz leta 1999 je imelo šestindvetdeset korporacij, ki so bile zajete v raziskavo, komiteje za nagrajevanje sestavljene samo iz zunanjih direktorjev.⁷⁷ Ta študija je bila kritična do korporacij, ki so v sestavi komitejev za nagrajevanje še vedno imele notranje člane, pri čemer je poudarila, da so zunanji direktorji v teh komitejih pomembni zato, da »odbori lahko primerno opravljajo svoje fiduciarne dolžnosti in delujejo neodvisno od menedžmenta«. ⁷⁸ Nekatere težave v zvezi z nadzorom nagrajevanja izvršilnih uradnikov se kažejo v izjemnih razlikah med

⁷¹ American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, Part 3A.03, 115–16 (1994).

⁷² Chairman Arthur Levitt, *Securities and Exchange Commission, The »Numbers Game«*, Remarks For N.Y.U. Center for Law and Business (September 28, 1998), <<http://www.sec.gov/news/speeches/speech220.txt>>.

⁷³ Id.

⁷⁴ Blue Ribbon Committee Report, *zgoraj* op. 70.

⁷⁵ SEC Release No.34-42266, <<http://www.sec.gov/rules/final/34-42266.htm>> (October 12, 2000).

⁷⁶ Conference Board Report, *zgoraj* op. 46, na 22.

⁷⁷ 1999 Spencer Stuart Board Index 9. Po podatkih iz poročila korporacijskih pooblaščenecv iz leta 1998 je 99 odstotkov javnih korporacij imelo komite za nagrajevanje, praviloma pa je bil sestavljen iz neodvisnih direktorjev. Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60, na 13.

⁷⁸ 1999 Spencer Stuart Board Index 9.

nagradami izvršilnih uradnikov v ZDA in med nagradami njihovih kolegov v drugih državah ter v razlikah glede na najnižje plače zaposlenih v njihovih korporacijah.⁷⁹

Komite za imenovanja, ki ima pristojnost imenovati člane odbora, je tretji najpogostejši nadzorni komite v ameriških korporacijah. Oblikovanje komiteja, ki je sestavljen iz neodvisnih direktorjev, velja za dobro prakso delovanja odbora.⁸⁰ Po podatkih poročila korporacijskih pooblaščenecv za leto 1998 ima 74 odstotkov delniških družb komiteje za imenovanje sestavljene praviloma izključno iz zunanjih direktorjev.⁸¹ Za učinkovit nadzor teh komitejev je pomembno, ali komiteji upoštevajo kandidate, ki jih za posamezne funkcije predlagajo delničarji, ali ne.⁸²

Nedavne izboljšave pri menedžerskem nadzoru s strani odborov

Vedno bolj izpopolnjen sistem in zavezanost menedžerskemu nadzoru sta razvidna tudi iz nedavnih izboljšav v strukturi odborov. Številne delniške družbe ustanavljajo stalne komiteje z namenom revizije procesov upravljanja.⁸³ Rezultati neke raziskave so pokazali, da ima 56 odstotkov sodelujočih korporacij komiteje za korporacijsko upravljanje.⁸⁴ Neka študija je pokazala, da komiteji za korporacijsko upravljanje ali celoten odbor vedno pogosteje imenujejo predsednika komiteja in njegove člane v sodelovanju s predsednikom oz. glavnim izvršilnim uradnikom, namesto da bi imenovanja izvršil glavni izvršilni uradnik sam.⁸⁵

Številni odbori ocenjujejo tudi svoje delovanje in v manjši meri delovanje posameznih članov odbora.⁸⁶ Rezultati raziskav kažejo, da 20 odstotkov korporacij, ki so sodelovale v raziskavi, formalno ocenjuje direktorje, 73 odstotkov korporacij pa meni, da je takšna praksa dobra za delovanje korporacije.⁸⁷

⁷⁹ 1999 Spencer Stuart Board Index 7 (»Šestindvajsetim odstotkom [direktorjem, zajetih v raziskavo] se zdi, da so nagrade glavnih izvršilnih uradnikov previsoke, 50 odstotkov jih meni, da so ravno pravišnje, 23 odstotkov pa jih meni, da so praviloma skladne z ekonomskimi »pogoji«).

⁸⁰ Conference Board Report, *zgoraj* op. 46, na 22.

⁸¹ Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60, na 13.

⁸² Conference Board Report, *zgoraj* op. 46, na 23.

⁸³ Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60, na 6.

⁸⁴ *Id.* na 6 (Komite za korporacijsko upravljanje ponavadi prevzame tudi funkcij komiteja za imenovanja). *Glej* Conference Board Report, *zgoraj* op. 46 na 21.

⁸⁵ Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60, na 6.

⁸⁶ *Id.* Raziskava o korporacijskih direktorjih iz leta 1998 kaže, da »je 139 podjetij (23 odstotkov tistih, ki so bila zajeta v raziskavo) imelo formalni postopke ocene delovanja odbora, vendar pa je le 58 podjetij (9 odstotkov) imelo postopek za oceno delovanja posameznega člana odbora.« Conference Board Report, *zgoraj* op. 46, na 28.

⁸⁷ Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60, na 8.

Neodvisni direktorji imajo sestanke tudi ločeno od odbora.⁸⁸ Ta praksa nasprotuje tezam o družbeni dinamiki odbora, kar lahko onemogoči neodvisno odločanje.

Ameriške korporacije pri sprejemanju nekaterih priporočil za izboljšanje menedžerskega nadzora niso naredile veliko. Niso imenovalle neodvisnega direktorja za predsednika odbora ali za glavnega direktorja. Vodenje odbora s strani neodvisnih direktorjev bi lahko pozitivno vplivalo na družbeno dinamiko odbora. Raziskava o delniških družbah iz leta 1999 je pokazala, da je imelo le 9 odstotkov sodelujočih korporacij predsednika, ki je bil neodvisni direktor, 30 odstotkov je imelo glavnega direktorja, preostale korporacije pa niso imele nobenih načrtov izvesti katero od teh reform.⁸⁹

Naslednji predlog je omejitev števila članstev posameznega direktorja v odborih različnih korporacij. Ta omejitev naj bi zagotovila čas, ki je direktorjem potreben za sodelovanje pri zadevah korporacije.⁹⁰ Le malo korporacij je sprejelo ta predlog,⁹¹ vendar pa korporacije pri številu članstev v odborih vedno bolj omejujejo svoje izvršilne uradnike.⁹² Predlog za omejitev članstev v odborih je problematičen, saj ne zagotavlja, da bo direktor/-ica svoj čas resnično posvetil/-a zadevam korporacije, poleg tega pa ne upošteva dejstva, da nekateri posamezniki svoj čas raje posvetijo zadevam, povezanim z odborom, kot drugim opravilom.

Glavna pristojnost direktorskega odbora je imenovanje naslednika sedanjega glavnega izvršilnega uradnika. Direktorji ameriških korporacij so mnenja, da so na tem področju potrebne spremembe. Raziskava o direktorjih delniških družb je pokazala, da so »mnogi kritični do procesa imenovanja menedžmenta«.⁹³ Po podatkih poročila pooblaščenec iz leta 1998 ima samo 32 odstotkov delniških družb komiteje, ki se ukvarjajo z imenovanjem glavnega menedžmenta.⁹⁴

⁸⁸ Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60, na 24–25 (»69 odstotkov vprašanih navaja, da se njihovi zunanji direktorji sestajajo na izvršilnih sestankih, kjer poleg vprašanj o nagrajevanju obravnavajo tudi druge zadeve, pri čemer glavni izvršilni uradniki na teh sestankih niso prisotni. Način sodelovanja direktorjev pa je odvisen od vrste in velikosti podjetja. Takšne sestanke imajo le v 56 odstotkih zavarovalnih družb, ta delež pa je v velikih družbah, nad 20 milijard \$, kar 75-odstoten. Vprašani navajajo, da se takšni sestanki skličejo povprečno trikrat letno.«).

⁸⁹ *Id.* na 8 (Neodvisni predsednik je definiran kot oseba, ki v korporaciji nima izvršilnih funkcij in v njej nikoli ni bila zaposlena).

⁹⁰ National Association of Corporate Directors, Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Director Professionalism 12 (Washington, D.C. 1996) (v nad. »NACD Report«).

⁹¹ Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60, na 8 (predlog je veljal za »izgubljen primer«); Conference Board Report, *zgoraj* op. 46, na 12.

⁹² 1998 Spencer Stuart Board Index 2.

⁹³ Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60, na 7 (Dvaintrideset odstotkov Šdi-
rektorjev, zajetih v raziskavo] meni, da družbe na tem področju naredijo premalo,

Relacijsko opazovanje s strani ameriških odborov

Ameriški direktorski odbori niso omejeni zgolj na izvajanje menedžerskega nadzora; izvajajo tudi relacijski nadzor. Relacijski nadzor je usmerjen v omilitev bistvenih nestabilnosti v okolju korporacije. Korporacija pridobi dostop do informacij, nasvetov, podpore in legitimnost s pomočjo odnosov, ki jih vzpostavljajo člani odbora z okoljem korporacije.

Za korporacijo so pomembni predvsem odnosi z njenimi delničarji. Neka študija iz leta 1999 glede odnosov med glavnimi izvršilnimi uradniki in odbori direktorjev poroča o »kulturni spremembi« zadnjih let, ki je povezana z »višjo stopnjo zavesti članov odborov o njihovi dolžnosti, da primerno zastopajo delničarje, ki so jih izbrali za direktorje«. ⁹⁵ Glede na to, da vodilna pravna teorija zagovarja stališče, da morajo direktorji pri upravljanju s korporacijo upoštevati interes delničarjev, se ta »sprememba« zdi neutemeljena. Vendar pa je treba poudariti, da je bil menedžerializem v ameriških delniških družbah dolgo časa prevladujoča oblika upravljanja. Čeprav je bilo zagotavljanju strokovnosti menedžerjev namenjene veliko pozornosti, so bili cilji korporacije večinoma nedefinirani. Naraščajoča moč institucionalnih delničarjev je spremenila način, na katerega danes delujejo korporacije. Skladno s formalnopravno doktrino o prevladi interesa delničarjev so direktorji zaradi pritiska institucionalnih delničarjev prisiljeni natančno specificirati, kako njihove odločitve upoštevajo interes delničarjev.

Tako se poskuša interese direktorjev približati interesom delničarjev. V zadnjem času je mogoče zaslediti trend nagrajevanja zunanjih direktorjev (v celoti ali delno) z delnicami in/ali delniškimi opcijami. Namen tovrstnega nagrajevanja je izenačitev finančnega interesa direktorjev z interesi delničarjev. ⁹⁶ Rezultati neke študije kažejo, da je leta 1998 88 odstotkov gospodarskih družb ponudilo nagrado v delnicah, v primerjavi z zgolj 33 odstotki iz leta 1990. ⁹⁷

Seveda je vloga odbora zagotavljanje možnosti, da delničarji ob upoštevanju formalnih okvirov vplivajo na zasledovanje svojih interesov. ⁹⁸

27 odstotkov jih meni, da ima v tem postopku glavno besedo glavni izvršilni uradnik, 30 odstotkov pa jih meni, da se odbor v te postopke vključi prepozno«).

⁹⁴ *Id.* na 13.

⁹⁵ *Id.* na 5.

⁹⁶ Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60, na 5.

⁹⁷ Conference Board Report, *zgoraj* op. 46, na 32. Na podlagi podatkov iz poročila korporacijskih pooblaščenec za leto 1998 je 84 odstotkov javnih delniških družb nagradilo svoje direktorje z delnicami v primerjavi z 78 odstotki v letu 1997 in 52 v letu 1995. Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60, na 18.

⁹⁸ Lynne L. Dallas, *Two Models of Corporate Governance: Beyond Berle and Means*, 22(1) U. of Mich. J. of Law Reform 19, 95–96 (1988) (v nad. »Two Models«) (opisuje odnos med korporacijo in delničarji).

Kljub temu pa v ameriški pravni praksi in doktrini ni enotnega mnenja o bistvu korporacije. Na primer Adolph Berle in E. Merrick Dodd sta v svoji znani razpravi leta 1930 razmišljala o pomembnosti ločitve kontrole in lastništva, kar je posledica razpršenega lastništva delnic.⁹⁹ Berle in Dodd sta se na koncu strinjala, da namen korporacije ni zgolj ustvarjanje dobička, ampak je hkrati tudi institucija z družbeno odgovornostjo.¹⁰⁰ Dodd je trdil, da »pravni sistem dovoljuje in spodbuja podjetništvo predvsem zaradi njegove družbene koristnosti in šele podrejeno zaradi zagotavljanja dobička lastnikom podjetij«. ¹⁰¹ Pregled pravne prakse kaže podporo tezi, da imajo direktorji fiducionarno dolžnost do korporacije kot take in ne do njenih delničarjev.¹⁰² V tem konceptu fiducionarne obveznosti so direktorji skrbniki korporacije in njenih deležnikov, pri čemer slednje ostaja sporno. V zadnjih letih je bil ta vidik sprejet v zakonodajo v več kot polovici držav, ki dovoljujejo direktorjem, da pri odločanju, vsaj v primeru javne ponudbe, poleg interesov delničarjev upoštevajo tudi druge interese.¹⁰³ Čeprav zvezna država Delaware nima takšne zakonodaje, je vrhovno sodišče te države odločilo, da direktorji pri odločanju lahko upoštevajo interese zaposlenih, potrošnikov in ostalih deležnikov, vendar le, če imajo takšne odločitve racionalno povezavo z interesi delničarjev.¹⁰⁴

Poleg tega je v ameriških delniških družbah vse večji interes, da bi bili v korporacijskih odborih zastopani interesi različnih družbenih skupin. Čeprav tak razvoj dogodkov pomeni priznanje vrednotam deležniškega kapitalizma, razprava med direktorji in ostalimi še vedno poteka v iskanju pravno sprejemljive rešitve v okviru načela o povečanju vrednosti delničarjeve naložbe. Neka študija o najboljših praksah delovanja odborov, ki temelji na mnenjih korporacijskih izvršilnih uradnikov, investitorjev in direktorjev iz vseh delov ZDA, ugotavlja, da je »raznolikost ključ-

⁹⁹ *Primerjaj* Adolph Berle, *For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note*, 45 *Harv. L. Rev.* 1365 (1932) z E. Merrick Dodd, *For Whom Are Corporate Managers Trustees?*, 45 *Harv. L. Rev.* 1145 (1932) in E. Merrick Dodd, *Is Effective Enforcement of the Fiduciary Duties of Corporate Managers Practicable?*, 2 *U. Chi. L. Rev.* 194 (1934).

¹⁰⁰ *See* Adolph Berle, *The 20th Century Capitalist Revolution* 169 (1954); Adolph Berle, *Corporate Decision-Making and Social Control*, 24 *Bus. Law.* 149, 150 (1968).

¹⁰¹ E. Merrick Dodd, *For Whom Are Corporate Managers Trustees? zgoraj* op. 77, na 1149.

¹⁰² *McQuade v. Stoneham*, 263 N.Y.323, 334, 189 N.E. 234, 238 (Lehman, J., concurring); *Jackson v. Hopper*, 76 N.J.Eq. 592, 75 A. 568, 571 (Ct. Err. & App. 1910) (trdi, da je »korporacija samostojna entiteta, ki je v celoti ločena od oseb, ki jo tvorijo in kontrolirajo.«). *Glej* Thomas A. Smith, *The Efficient Norm For Corporate Law: A Neotraditional Interpretation of Fiduciary Duty*, 214, 243 n.70 (1999). *Glej tudi* Margaret M. Blair and Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 *VA. L. Rev.* 247, 287–315 (1999).

¹⁰³ *Glej* Hanks, *zgoraj* op. 14.

¹⁰⁴ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum CO.*, 493 A. 2d 946 (Del. Super. Ct. 1985).

nega pomena za dobro upravljanje«. ¹⁰⁵ Raznolikost je bila definirana kot raznolikost glede na spol, raso in kulturne razlike. Raziskava kaže na veliko stopnjo soglasja med delovnimi skupinami glede naslednjega:

»Za razširitev raznolikosti korporacijskih odborov obstajajo številni ekonomski argumenti. To zlasti drži v primerih, ko korporacije razširjajo obseg dejavnikov, ki se jim zdijo pomembni za doseganje večje vrednosti delničarskih naložb, vključno z razmerami na delovnem mestu in zadovoljstvom potrošnikov«. ¹⁰⁶

Neka druga raziskava najboljših praks delovanja odborov pa ugotavlja, da številni direktorji, zlasti velikih korporacij, menijo, da je pomembno v odboru imeti predstavnike manjšin. Razlog za to je »lažje zaznavanje sprememb na trgu in zaznavanje porasta na ciljnih trgih posameznih manjšin«. ¹⁰⁷ Po podatkih poročila pooblaščenecv iz leta 1998 ima 60 odstotkov delniških družb v odborih predstavnike etničnih manjšin, ¹⁰⁸ od tega je 39 odstotkov Afroameričanov, 20 odstotkov direktorjev je iz latinskoameriške skupnosti, 9 odstotkov direktorjev pa je azijskega rodu. ¹⁰⁹ Vendar pa etnične manjšine štejejo le 6 odstotkov izmed 500 direktorjev gospodarskih družb s seznama revije Fortune. ¹¹⁰ Na osnovi raziskave o direktorjih 29 odstotkov gospodarskih družb namerava povečati število afroameriških direktorjev, 14 odstotkov število latinskoameriških direktorjev in 9 odstotkov število direktorjev azijskega rodu. ¹¹¹

Poleg tega je opazen tudi trend povečevanja števila žensk v odborih. ¹¹² James Preston, upokojeni glavni izvršilni uradnik podjetja Avon products

¹⁰⁵ Conference Board Report, *zgoraj* op. 46, na 6 (poročilo navaja, da raznolikost odbora ne spremeni njegove dolžnosti zasledovanja interesov vseh delničarjev, ampak »prej pomaga odboru pri izpolnjevanju njegovih dolžnosti in poslanstva«).

¹⁰⁶ Conference Board Report, *zgoraj* op. 46, na 7 (poročilo navaja, da se »vrednost delnice poveča, kadar v družbi mesto dobijo nematerialne dobrine, kot so raznolikost, prijazno delovno okolje in zadovoljstvo potrošnikov«).

¹⁰⁷ Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60, na 13. Storitvene gospodarske panoge, kot so moteli, restavracije, telekomunikacije in letalski prevozniki, ki imajo med zaposlenimi precejšen delež predstavnikov manjšin, imajo v odborih večji delež predstavnikov manjšin, s čimer nakazujejo naravnost v smeri delavskega deležništva. Gerald E. Fryxell & Linda D. Lerner, *Contrasting Corporate Profiles: Women and Minority Representation in Top Management Positions*, 8 J. Bus. Ethics 341 (1989).

¹⁰⁸ *Id.* na 11.

¹⁰⁹ *Id.* na 11. Glej tudi 1999 Spencer Stuart Board Index 6.

¹¹⁰ Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60, na 11. Manjšine so v izvršilni garnituri korporacij prešibko zastopane. Dan R. Dalton & Catharine M. Dailey, *The Other Ceiling*, 35 Across the Board 19 (1998). Ženske, pripadnice rasnih manjšin, so v primerjavi s skupnim številom zaposlenih v menedžerskih strukturah prešibko zastopane. Margaret B. White & Joseph Potts, *Just the Facts: Women of Color in U.S. Corporations*, Diversity Factor (1999).

¹¹¹ *Id.* na 12–13.

¹¹² Glej spodaj tekst ob op. 118–121.

Inc., pravi, da »je prisotnost žensk v odboru dobra in smiselna za poslovanje, saj 60 odstotkov vseh nakupov v tej državi opravijo ženske«. ¹¹³ Ženske v odborih omogočajo korporaciji oddajanje spodbudnih sporočil sedanjim in potencialnim, bodočim menedžerkam. ¹¹⁴ Te ženske so tudi vzor mlajšim ženskam. Poleg tega prisotnost žensk v odborih omogoča izrabo celotnega intelektualnega potenciala. ¹¹⁵ Ali kot je dejal glavni izvršilni uradnik ene od 1000 gospodarskih družb s seznama Fortune, »s tem, ko položaje v korporaciji odpreš obema spoloma, podvojiš število ljudi, ki sodijo med 10 ali med en odstotek najsposobnejših na trgu«. ¹¹⁶

V nasprotju z nevidnimi ovirami (*the glass ceiling*) na poti proti vrhu izvršilne korporacijske strukture ¹¹⁷ so ženske pri vstopanju v direktorske odbore dosegle počasen, a zanesljiv napredek. 500 gospodarskih družb s seznama Fortune z eno ali več ženskami v odboru se je povečalo z 69 odstotkov leta 1993 na 86 odstotkov leta 1998, ¹¹⁸ kar v seštevku pomeni povišanje odstotka ženskih predstavnic v odborih z 8,3 odstotka leta 1993 na 11,1 odstotka leta 1998, ¹¹⁹ pri čemer so velike gospodarske družbe usmerjene k še dodatnemu povečevanju tega deleža. ¹²⁰ Delež gospodarskih družb s seznama Fortune z več kot enim javnim direktorjem je narasel z 29,2 odstotka leta 1993 na 37,6 odstotka leta 1998, s tem, da je

¹¹³ Catherine M. Daily, S. Trevis Certo & Dan R. Dalton, *A Decade of Corporate Women: Some Progress in the Boardroom, None in the Executive Suite*, 20 Strategic Mgmt. J. 93, 94 (1999).

¹¹⁴ *Id.* na 94, 98.

¹¹⁵ *Id.* na 96–97.

¹¹⁶ Donna Dillon Manning, *Women Directors: A CEO Priority*, 19 Directors & Boards 20 (1995).

¹¹⁷ Bistvenega napredka ni zaznati niti po ustanovitvi »glass ceiling« komisije pri ministrstvu za delo, saj ženske še vedno tvorijo le 5 odstotkov vodilnega menedžmenta, manjšine pa le 3 odstotke. Conference Board Report, *zgoraj* op. 46, na 26. Številni menijo, da so ženske zaradi ovir v ameriških korporacijah plodnejše okolje za svoje delo poiskale v storitvenih panogah, pravosodju, računovodstvu in človeških virih ali pa zapustile korporacije in ustanovile lastna podjetja. *Id.* na 26.

¹¹⁸ *Id.* na 16–17. Diana Bilimoria, *Women Directors: The Quiet Discrimination*, 19 The Corp., 10 n. 93 (July 17, 1995), pravi, da »kljub temu, da 85 odstotkov glavnih izvršilnih uradnikov meni, da je pomembno, da so v direktorskem odboru ženske, se zdi 48 odstotkom kandidatke »težko najti«, kar hkrati navajajo kot razlog za trenutno nizko stopnjo članstva žensk v odborih«. Študija, ki temelji na poročilu korporacijskih pooblaščenec iz leta 1998, je ugotovila, da imajo v 73 odstotkih vseh gospodarskih družb v odboru vsaj eno žensko, 25 odstotkov družb pa ima vsaj dve ženski, kar v celoti predstavlja 10 odstotkov vseh direktorjev. Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60, na 11.

¹¹⁹ Conference Board Report, *zgoraj* op. 46, na 17 (odstotki se spreminjajo glede na gospodarsko panogo). *Glej tudi* Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60, na 11; 1999 Spencer Stuart Board Index 6.

¹²⁰ Conference Board Report, *zgoraj* op. 46, na 18 (praviloma imajo več žensk v direktorskih odborih korporacije s sedežem na severovzhodu).

imelo 6,8 odstotka takšnih gospodarskih družb leta 1998 tri ali več ženskih direktoric.¹²¹

V raziskavi korporacijskih direktorjev je 20 odstotkov izrazilo željo, da bi bil v odboru prisoten tudi direktor neameriškega rodu, kar naj bi poudarilo globalno naravnost korporacije.¹²² Čeprav obstajajo časovne in prostorske ovire pri sodelovanju neameriških direktorjev v korporacijskem odboru, pa se te ovire dajo premostiti z manj pogostimi (vendar daljšimi sestanki) odbora in z video telekonferencami.¹²³ Študija o globalnih gospodarskih družbah je pokazala, da so ta podjetja sprejela tuje direktorje zaradi želje po boljšem poznavanju novih trgov, razumevanju potreb novih potrošnikov, prilagajanju zahtevam mednarodnih investitorjev in zaradi pridobivanja verodostojnosti na določenih kapitalskih trgih ali v političnem okolju.¹²⁴

Razprava o raznolikosti v sestavi odborov poteka v kontekstu povečanja delničarskih dobičkov. Za pospeševanje raznolikosti znotraj korporacije, predvsem znotraj direktorskega odbora, so bili delničarji, vključno z institucionalnimi investitorji, aktivni pri uporabi korporacijskega instituta pooblaščenecv (*proxy*). Zelo malo podpore pa so deležni zunanji zainteresirani subjekti in direktorji, ki zastopajo posebne interese.¹²⁵ Kljub temu da se razprava osredotoča na povečanje delničarskih dobičkov, vključuje tudi interese deležnikov, kot so razmere na delovnem mestu ali zadovoljstvo potrošnikov.¹²⁶ Od korporacij z raznovrstno sestavo odbora se pričakuje, da so občutljivejše na vprašanja, povezana z interesi deležnikov. Ugotovitve nekega poročila na primer kažejo, da vprašanjem, povezanim z družinskim življenjem in možnostmi gibljivega delovnega časa, več pozornosti posvečajo v gospodarskih družbah, ki imajo ženske tako v izvršilnih organih kot v direktorskih odborih.¹²⁷

Trenutno ni soglasja o tem, ali je na trgu dovolj kvalificiranih žensk, ki

¹²¹ *Id.* na 17.

¹²² 1999 Spencer Stuart Board Index 5.

¹²³ *Id.* na 7.

¹²⁴ The Conference Board, *Globalizing the Board of Directors: Trends and Strategies* 15 (1999).

¹²⁵ *Id.* 9–10; NACD Report, *zgoraj op.* 90, na 11–12.

¹²⁶ Conference Board Report, *zgoraj op.* 46, na 9. *Glej tudi* Manning, *zgoraj op.* na 19 (v študiji, ki je zajela več kot tretjino največjih 1000 korporacij s seznama Fortune je naslednji delež glavnih izvršilnih uradnikov menilo, da je ženska prisotnost v odboru koristna zato, da družba: pokaže delničarjem svojo zavezanost načelu raznolikosti (60 %), pokaže podporo napredovanju žensk (59 %), poveča možnost pridobiti in ohraniti ženski kader (46 %), sprožiti razpravo o vprašanjih, ki zadevajo zaposlene ženske (29 %), zazna žensko potrošniško perspektivo (26 %) in pridobi perspektivo, ki je drugačna od perspektive moških direktorjev (49 %)).

¹²⁷ *Id.* na 8, 27 (Svet vodilnih izvršilnih uradnikov (*Executive Leadership Council*) predlaga, da bi družbe opravljale notranjo revizijo, ki bi vključevale tudi »ključne ocenjevalce delničarjev«).

bi lahko povečale število žensk v korporacijskih odborih.¹²⁸ Kakorkoli, jasno je, da trenutno ženske v odborih niso zato, ker so ženske, ampak so v odborih zaradi svoje strokovnosti in dostopa do informacij in virov, ki jih korporacije potrebujejo. Odstotek ženskih zunanjih direktoric je narasel s 13,3 odstotka leta 1987 na 37,6 odstotka deset let pozneje.¹²⁹ Poleg tega je delež žensk, ki služijo kot pridružene direktorice (zunanje direktorice, ki predstavljajo organizacije, ki opravljajo storitve za korporacijo), narasel s 13,3 odstotka leta 1987 na 32,6 odstotka leta 1996.¹³⁰

Nekatere študije so ugotavljale, ali so pri imenovanju ženskih direktoric v komiteje odbora prisotni predsodki na podlagi spola. Nedavna raziskava, ki temelji na podatkih iz leta 1983, je potrdila obstoj predsodkov na osnovi spola pri izbiri kandidatov, tudi po preverjanju sposobnosti na temelju izkušenj.¹³¹ Raziskava je pokazala, da so bile ženske direktorice pri večini preverjanih značilnostih vsaj enako, če ne celo bolj kvalificirane od moških direktorjev. Ženske so imele prednost za članstvo v komitejih, ki se ukvarjajo z javnimi vprašanji, moški pa v vplivnejših komitejih za nagrajevanje in izvršilnih komitejih.¹³² Ker so ti podatki zastareli, se nanje zanaša le malo direktoric. Nič manj pa niso problematične tudi študije, ki poskušajo povezati prisotnost direktorjev ženskega spola ali predstavnikov manjšin s stopnjo uspešnosti korporacije.

Ocena razvoja odborov

Vloge korporacijskih odborov

Od direktorskega odbora se pričakuje izvajanje številnih funkcij, kar je ugotovitve, ki jih zasledimo v literaturi o korporacijskih odborih, postavilo na glavo, hkrati pa je otežilo iskanje dokončnih odgovorov glede sestave korporacijskega odbora in postopkov njegovega delovanja. V tem delu razprave so predstavljene različne teorije odborov in empirične ugotovitve o njihovem delovanju. Preučuje tudi nedavne socio-psihološke raziskave o vrhunskih menedžerskih ekipah, saj je ta literatura povezana z vprašanjem odločanja odborov.

¹²⁸Manning, *zgoraj* op. 116, na 21.

¹²⁹Daily et al., *zgoraj* op. 116.

¹³⁰Id.

¹³¹Bilimoria, *zgoraj* op. 68. *Vendar* glej I.F. Kesner, *Directors' Characteristics and Committee Membership: An Investigation of Type, Occupation, Tenure and Gender*, 31 ACAD. OF MGMT. J. 66 (1988).

¹³²Bilimoria, *zgoraj* op. 68. Ženske so največkrat v revizijskih komitejih in v komitejih za družbeno odgovornost korporacije (14 in 15 odstotkov), najredkeje pa so zastopane v izvršilnih komitejih (6 odstotkov). Najpogosteje predsedujejo komitejem za družbeno odgovornost korporacije (21 odstotkov). Conference Board Report, *zgoraj* op. 46, na 30.

Teorija zastopniških stroškov (Agency Cost Theory)

Teorija zastopniških stroškov, ki temelji na raziskavah finančne in ekonomske znanosti, pojasnjuje vlogo korporacijskih odborov kot instrumenta za znižanje zastopniških stroškov, ki so »stroški, ki nastanejo principalu (delničarjem), kadar zastopnik z neomejenimi pooblastili (menedžment) deluje v svojo in ne v principalovo korist«. ¹³³ Direktorski odbori imajo nalogo zagotoviti, da menedžerji zasledujejo korist delničarjev in ne svoje lastne koristi. ¹³⁴ Ta teorija torej privzema spoznanja o nadzorstveni vlogi odbora. Namen menedžerskega nadzora je preprečevati menedžersko samotrgovanje, pomanjkanje strokovnosti in malomarnosti pri opravljanju poslov, ki so v pristojnosti menedžmenta. V osnovi odbor pomeni zvezo med delničarji korporacije in menedžmentom, in sicer z nadzorom in stimuliranjem menedžerjev.

Teorija zastopniških stroškov se osredotoča na pomembnost zunanjih direktorjev za učinkovit menedžerski nadzor. Po tej teoriji odbor izvaja menedžerski nadzor primarno s tem, da predstavlja forum, pred katerim vrhunski menedžerji tekmujejo za najvišje menedžerske položaje. ¹³⁵ Zunanji direktorji v odboru »delujejo kot razsodniki v sporih med notranjimi menedžerji«, ¹³⁶ jih razvrščajo ¹³⁷ in jih stimulirajo za delovanje, ki je v interesu delničarjev. ¹³⁸

Najnovejša literatura s področja teorije zastopniških stroškov se osredotoča na vlogo notranjih direktorjev pri neposrednem nadzoru glavnih izvršilnih uradnikov, in ne več na posredni nadzor prek posredniške funkcije zunanjih direktorjev. ¹³⁹ Teorija zastopniških stroškov trdi, da so notranji direktorji pri ocenjevanju glavnih izvršilnih uradnikov boljši od zunanjih. Zaradi večje dostopnosti informacij o strateških odločitvah glavnih izvršilnih uradnikov lahko učinkoviteje usmerjajo glavne izvršilne uradnike glede vprašanj prevzemanja poslovnih tveganj. ¹⁴⁰

Teorija zastopniških stroškov tudi predlaga »nadomestno« hipotezo, ki

¹³³ Larry Ribstein & Peter V. Letson, *Business Associations* 4 (3d ed. 1996).

¹³⁴ Rita D. Kosnik, *Greenmail: A Study of Board Performance in Corporate Governance*, 32 *Admin. Sci. Q.* 163, 167–68 (1987); Shaker A. Zahra & John A. Pearce II, *Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model*, 15 *J. MGMT.* 291, 301 (1998) (v nad. »Integrative Model«).

¹³⁵ Eugene F. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, 88 *J. Pol. Econ.* 288, 293 (1980). *Splošno o tem glej* Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Separation of Ownership, and Control*, 26 *J.L. & Econ.* 301, 314–315 (1983) (direktorski odbori kot »vrhovna sodna instanca na področju notranjega trga dela«).

¹³⁶ Fama & Jensen, *zgoraj* op. 135, na 315.

¹³⁷ *Id.* na 314.

¹³⁸ *Id.* na 314; Fama, *zgoraj* op. 135, na 293.

¹³⁹ Barry Baysinger & Robert E. Hoskisson, *The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effect on Corporate Strategy*, 15 *Acad. of Mgmt. Rev.* 72 (1990).

¹⁴⁰ *Glej zgoraj* tekst ob op. 184–86.

izhaja iz predpostavke, da je nadzor menedžerjev s strani direktorskih odborov v določenih situacijah manj stroškovno učinkovit kot druge oblike nadzora, zato naj bi v teh primerih te oblike nadzora nadomestile nadzor menedžerjev s strani korporacijskih odborov.¹⁴¹ Na primer, obstajajo argumenti, da je v določenih industrijskih panogah menedžersko lastništvo delnic,¹⁴² ki je stimuliralo menedžerje, povečalo donosnost lastnega kapitala glede na najeta posojila¹⁴³ oz. višino izplačanih dividend,¹⁴⁴ s čimer se oporeka potrebi po nadzoru menedžerjev s strani direktorskega odbora.

Teorija odvisnosti od virov (Resource Dependence Theory)

Teorija odvisnosti od virov, ki ima podlago v socioloških in organizacijskih teorijah, pojasnjuje, da korporacije skušajo zmanjšati negotovost pri poslovanju tako, da članstvo v direktorskem odboru izkoristijo za pridobivanje potrebnih virov.¹⁴⁵ Zunanji člani odbora omogočajo, da korporacija (1) deluje v skladu z zahtevami okolja, (2) pridobiva nasvete in informacije od direktorjev z različnimi ozadji, sposobnostmi in zvezami, (3) utrdi podporo, položaj in legitimnost korporacije v očeh relevantnega okolja in (4) zagotavlja uspešen nadzor nad strateškimi usmeritvami korporacije.¹⁴⁶ Notranji direktorji izvajajo podobne funkcije z zaznavanjem

¹⁴¹ Chenchuramaiah Bathala & Ramesh P. Rao, *The Determinants of Board Composition: An Agency Theory Perspective*, 16 *Managerial & Decision Econ.* 59 (1995); James A. Brickley & Christopher M. James, *The Takeover Market, Corporate Board Composition and Ownership Structure: The Case of Banking*, 30 *J.L. & Econ.* 161 (1987).

¹⁴² Bathala & Rao, *zgoraj op.* 141, na 62. *Glej tudi* Benjamin E. Hermalin & Michael S. Weisback, *The Determinants of Board Composition*, 19 *Rand J. Econ.* 589, 594 (1988) (glede direktorjev družinskih podjetij napovedi »nadomestne« hipoteze ne držijo).

¹⁴³ Bathala & Rao, *zgoraj op.* 141, na 62. *Glej tudi* John A. Pearce & Shaker A. Zahra, *Board Composition from A Strategic Contingency Perspective*, 29 *J. Mgmt Studies* 411 (1992) (ugotavlja pozitivno povezavo med povečanim deležem zunanjih direktorjev v direktorskih odborih in povečano donosnostjo lastnega kapitala glede na najeta posojila); Jeffrey Pfeffer, *Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and Its Environment*, 17 *Admin. Sci. Q.* 218, 224 (1972) (v nad. »Size and Composition«) (ugotavlja obratno razmerje med višjim debt/equity ratiom in deležem notranjih direktorjev v direktorskih odborih).

¹⁴⁴ Bathala & Rao, *zgoraj op.* 141. *Glej tudi* Michael H. Schellenger et al., *Board of Director Composition, Shareholder Wealth, and Dividend Policy*, 15 *J. MGMT* 457, 465 (1989).

¹⁴⁵ Catherine M. Daily & Charles Schwenk, *Chief Executive Officers, Top Management Teams, and Boards of Directors: Congruent or Countervailing Forces?* 22(2) *J. Mgmt.* 185 (1996); Pearce & Zahra, *Board Composition*, *zgoraj op.* 143, na 417–18; Dallas, *Two Models*, *zgoraj op.* 98, na 91–94; Zahra & Pearce, *Integrative Model*, *zgoraj op.* 134, na 297–99.

¹⁴⁶ Daily & Schwenk, *zgoraj op.* 145, na 190–91, 194, 196; Dallas, *The Relational Board*, *zgoraj op.* 7; Dallas, *Proposals for Reform*, *zgoraj op.* 7, na 102; Zahra & Pearce, *Integrative Model*, *zgoraj op.* 134, na 297–99.

in izražanjem mnenj in različnih interesov posameznih oddelkov in funkcionalnih enot znotraj korporacije. Po mnenju te teorije direktorski odbor služi kot sredstvo za strategijo povezovanja (*bridging strategic device*)¹⁴⁷ ali kot sredstvo za preseganje ovir (*boundary spanning device*),¹⁴⁸ ki omogoča korporaciji, da povezuje interese različnih deležnikov in vseh ostalih, ki sestavljajo njeno notranje in zunanje okolje. Z vidika teorije odvisnosti od virov ženske, manjšine in tuji direktorji korporaciji zagotavljajo nasvete, podporo, trdnejši položaj in legitimnost pri delovanju korporacije. Tovrstne funkcije pa lahko zagotavlja tudi prisotnost bančnikov, okoljevarstvenikov, velikih dobaviteljev in potrošnikov. Tako, po mnenju teorije odvisnosti od virov, »direktorji zaradi ugleda, ki so ga deležni v svojem poklicu in skupnosti lahko iz teh okolij pritegnejo vire, ki so potrebni za uspešno delovanje korporacije ... Te dejavnosti naj bi okrepile legitimnost korporacije v družbi in ji pomagale doseči večjo učinkovitost in izboljšati delovanja«. ¹⁴⁹

Teorija odvisnosti od virov pojasnjuje tudi dvosmerni odnos, ki ga omogoča članstvo v odboru.¹⁵⁰ Od tako oblikovanega članstva imajo poleg korporacije korist tudi notranji in zunanji interesi, ki prek članov odborov lahko vplivajo na korporacijo. Na primer, ženske v odborih lahko na korporacijo vplivajo tako, da pri vprašanih človeških virov poseb-

¹⁴⁷ Dallas, *Two Models*, zgoraj op. 98, na 91–94, Zahra & Pearce, *Integrative Model*, zgoraj op. 134.

¹⁴⁸ Daily et al., zgoraj op. 113, na 95.

¹⁴⁹ Zahra & Pearce, *Integrative Model*, zgoraj op. 134, na 297. Ker je ameriška pravna znanost dolgo časa posvečala pozornost zgolj nadzoru menedžmenta, je bila druga pomembna funkcija direktorskih odborov, tj. relacijska funkcija, precej slabo raziskana. Profesor Eisenberg trdi, da korporacije lahko pridejo do virov, npr. do podatkov, informacij in legitimnosti, tudi na drugačne načine, ne zgolj s članstvom v odborih. Eisenberg, zgoraj op. 46, na 157–58. Vendar članstvo v odboru omogoča korporaciji kontinuiran dostop do relevantnih podatkov in informacij, kar korporaciji zagotavlja potrebno podporo v primeru, ko pride do spremenjenih okoliščin. Poleg tega se informacije obravnavajo v okolju, v katerem je mogoča skupna analiza in v katerem imajo vsi sodelujoči fiduciarne dolžnosti delovati v najboljšem interesu korporacije. Številni zunanji direktorji so hkrati glavni izvršilni uradniki drugih korporacij, od katerih korporacija ne bi pridobila nikakršnih informacij, če ne bi bili člani njenega direktorskega odbora. Članstvo glavnih izvršilnih uradnikov v odborih drugih korporacij je z razliko od pogodb o svetovanju zakonsko sprejemljiva možnost za delovanje v drugih korporacijah. Članstvo v odboru za glavne izvršilne uradnike ni privlačno zgolj zaradi možnosti posredovanja strokovnega znanja, ampak predvsem zaradi možnosti medsebojne izmenjave mnenj o poslovnih problemih z izkušenimi posamezniki in zaradi uglednega položaja, ki je povezan s članstvom v direktorskem odboru. Korn/Ferry International, 22nd Annual Board of Directors Study 31 (1995); Lorsch & Maciver, zgoraj op. 46, na 23–30; James D. Cox & Harry C. Munsinger, *Bias in the Boardroom: Psychological Foundations and Legal Implications of Corporate Cohesion*, 1985 L. & Contemp. L. Probs. 83, 96–97.

¹⁵⁰ Dallas, *Two Models*, zgoraj op. 98, na 92–97.

no pozornost namenijo ženskam. Bančniki in pravniki lahko vplivajo na obseg pozornosti, ki jo korporacija namenja finančnim in regulatornim zadevam. Notranji direktor, ki dela za sektor v tujini ali za prodajni sektor korporacije, lahko usmeri pozornost korporacije na potrebe svojega sektorja. Pomen oz. težo članov odbora določa predvsem dejstvo, koliko je korporacija odvisna od posameznih virov.¹⁵¹

V povezavi s teorijo odvisnosti od virov je perspektiva strateških spremenljivk, ki pojasnjuje, da so okolje korporacije, njena strategija in pretekle dejavnosti strateške spremenljivke, s katerimi se sooča korporacija. Sestava odbora kaže te strateške spremenljivke, ki so pomembna za korporacijsko učinkovitost in preživetje.¹⁵²

Strateška vloga odbora

Direktorski odbor lahko izvaja naslednje funkcije, ki zadevajo korporacijsko strategijo: (1) udeležba pri oblikovanju korporacijskih ciljev in poslanstev, (2) nadzorovanje in oblikovanje smernic za razvoj in izvedbo korporacijske strategije, (3) predlaganje strateških priložnosti in opozarjanje na nevarnosti iz okolja in (4) ocenjevanje strateških izbir in njihove implementacije s strani višjih izvršilnih uradnikov.¹⁵³ Te funkcije so del menedžerskega in relacijskega nadzora in jih bolj specifično poimenujemo s terminom strateški nadzor (*strategic monitoring*). Bolj sporno pa je vprašanje, ali naj bo odbor vključen tudi v strateško upravljanje (*strategic management*), torej v dejanski razvoj in izvrševanje korporacijske strategije.¹⁵⁴ Četudi določene situacije upravičujejo vpletenost odbora v strateško upravljanje, taka vpletenost na koncu podvaja odgovornost za upravljanje korporacije. Prednosti, ki jih prinašajo učinkovita izraba časa in strokovnost menedžmenta ter delitev upravljalске od nadzorstvene funkcije, so izgubljene, če se odbor preveč aktivno vključuje v korporacijsko upravljanje.

Kot je bilo že omenjeno, so po mnenju teorije odvisnosti od virov direktorji posredniki pri premagovanju ovir, saj imajo dostop do pomembnih informacij, ki zadevajo priložnosti in grožnje, s katerimi se sooča korporacija. Poleg tega, kot poudarja teorija zastopniških stroškov, je pri nadzoru dela menedžmenta treba biti pozoren na strategijo korporacije. Tako funkciji menedžerskega in relacijskega nadzora vključujeta tudi

¹⁵¹ Jeffrey Pfeffer & Gerald Salancik, *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective* 43, 53 (1978); J. Thompson, *Organizations in Action* 31 (1967); Hickson, Astley, Butler & Wilson, *Organizations as Power*, 3 Res. Organ. Behav., 151, 159–60; Emerson, *Power-Dependence Relations*, 27 Am. Soc. Rev. 31, 32 (1962).

¹⁵² Pearce & Zahra, *Board Composition*, zgoraj op. 143, na 411, 415.

¹⁵³ Cf. Zahra & Pearce, *Integrative Model*, zgoraj op. 134, na 302.

¹⁵⁴ Kenneth R. Andrews, *Directors' Responsibility for Corporate Strategy*, 1980 Harv. Bus. Rev. 30.

poznavanje strategije korporacije. Če pa se odbori vključijo v strateško upravljanje, začnejo opravljati tretjo vlogo odbora.

V literaturi, ki se ukvarja z organizacijskimi teorijami, je mogoče zaslediti tri vloge odbora: servisno, strateško in kontrolno funkcijo. »Servisna« vloga odbora je definirana kot »povečanje ugleda korporacije, vzpostavitev stikov z zunanjim okoljem in dajanje nasvetov in svetovanje izvršilnim uradnikom.¹⁵⁵ Te funkcije so pojasnjene z vidika odvisnosti od virov, pri čemer servisna funkcija zanemarja vidik dvosmerne narave razmerja med viri oz. okoljem in korporacijskim odborom, ki je značilen za teorijo odvisnosti od virov. Omenjanje teh funkcij je zato bolj ali manj opisno. »Kontrolna« funkcija je zajeta v nadzorstveni in relacijski funkciji, vendar pa je po drugi strani tudi zavajajoč kazalec funkcij odbora. Čeprav ima odbor pristojnost, da kontrolira korporacijo, večinoma zgolj nadzira in vpliva na razvojno politiko korporacije; kontrola je prvenstveno v rokah menedžmenta.¹⁵⁶ Takšno dejasko stanje se kaže na primer v zakonodaji držav o odgovornostih odborov ter v nedavnih priporočilih Ameriškega pravnega inštituta (*American Law Institute*), ki v Načelih korporacijskega upravljanja (*Principles of Corporate Governance*) specificira tako kontrolno funkcijo, ki jo opravlja menedžment, kot funkcijo nadzora, ki jo opravlja direktorski odbor.¹⁵⁷

Možno je tudi, da je »strateška« vloga precej obsežna in lahko obsega strateški nadzor in strateški menedžment. Menedžerski in relacijski nadzor zajemata prvo funkcijo, za drugo pa to ni nujno. Vendar če odbor izvaja ali je prisiljen izvajati funkcije strateškega menedžmenta, je primernejša oznaka tretje vloge odbora »strateški menedžment« in ne »strategija«.

Nedavna raziskava med več kot 1000 direktorji velikih ameriških korporacij kaže, da direktorski odbori postajajo vedno bolj aktivni pri nadzoru strategije korporacije, nekateri pa tudi pri samem strateškem menedžmentu, s čimer nakazujejo možen pojav tretje vloge odbora. Ta raziskava je pokazala:

»Več kot 40 odstotkov vprašanih pravi, da njihovi odbori porabijo precej časa za strategijo, več kot 60 odstotkov pa jih trdi, da so globoko vpleteni v proces izbire strategije. Presenetljivo, 54 odstotkov jih pravi,

¹⁵⁵ Zahra & Pearce, *Integrative Model*, zgoraj op. 134, na 292. Te funkcije nekateri imenujejo tudi »institucionalne« funkcije, pri čemer »odbori pomagajo povezati organizacijo z njenim zunanjim okoljem in zagotoviti odločilne vire, vključno z ugledom in legitimnostjo.« Jerry Goodstein, Kanak Gautam & Warren Boeker, *The Effect of Board Size and Diversity on Strategic Change*, 15 *Strategic Mgmt*, J. 241 (1994).

¹⁵⁶ Glej zgoraj poglavje II(B) z naslovom »Pooblastila menedžerjev v ameriških korporacijah«.

¹⁵⁷ American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, Part III, 3.01, 3.02 (1994).

da sodelujejo na posebnem zasedanju, na katerem se načrtuje prihodnji razvoj korporacije. Dobrih 80 odstotkov jih verjame, da imajo njihovi korporacijski odbori dovolj potrebnih strokovnih znanj za ocenjevanje strateških možnosti. Znova ugotavljamo, da veliko gospodarskih družb prepusti strateško planiranje skoraj izključno glavnemu izvršilnemu uradniku kot del menedžerskega procesa, vendar so sodelujoči v raziskavi spomnili na to, da je dolžnost odbora sodelovanje pri oblikovanju in ocenjevanju strateških ciljev.¹⁵⁸

Na vprašanje, katera izmed treh postavljenih trditev najbolje opisuje vlogo odbora v strateškem procesu: odbor (1) oceni strategijo potem, ko je ta izdelana, (2) pomaga pri razvoju strategije ali (3) ne igra nobene vloge, je več kot 60 odstotkov odborov sporočilo, da ocenijo strategijo potem, ko je ta izdelana.¹⁵⁹

Empirični dokazi v zvezi z vlogami odbora

Teorija odvisnosti od virov

Študije so pokazale, da korporacije, ki članstvo v odboru izkoristijo za pridobivanje virov za korporacijo, okrepijo svoje delovanje.¹⁶⁰ V neprofitnem sektorju so bile na primer odkrite pozitivne povezave med sestavo odbora in uspešnostjo neprofitnih organizacij pri zbiranju sredstev.¹⁶¹ V študiji, ki je zajemala 80 korporacij, so bile ugotovljene povezave med odkloni od priporočenega razmerja med notranjimi in zunanjimi direktorji ter med neuspešnim delovanjem takšne korporacije.¹⁶² Poleg tega je bila v zvezi s temi odkloni v raziskavi glavnih izvršilnih uradnikov 119 od 500 korporacij s seznama Fortune ugotovljena tudi povečana negotovost v okolju korporacije.¹⁶³ Okoliščine, ki so bile pri tem upoštevane, so bile negotovosti glede potrošnikov korporacije, konkurenčnih podjetij, dobaviteljev, tehnologije in njeno ekonomsko in politično ozadje. Sklep avtorjev je bil, da razmerje med notranjimi in zunanjimi direktorji v odboru, ki se nagiba v korist slednjih, pomembno prispeva k »sodelovanju z okoljem in k zmanjševanju negotovosti, ki omogočajo razvoj in izvrševanje korporacijske strategije«. ¹⁶⁴ Na podlagi modela strateških možnosti (*strategic contingency perspective*) je bilo ugotovljeno, da med sestavo odbora in

¹⁵⁸ Korn/Ferry, 26th Annual Study, zgoraj op. 60, na 6–7.

¹⁵⁹ Id. na 41.

¹⁶⁰ Zhara & Pearce, *Integrative Model*, zgoraj op. 134, na 297–99.

¹⁶¹ Keith G. Provan, *Board Power and Organizational Effectiveness Among Human Service Agencies*, 23 Acad. Mgmt. J. 221, 226–27 (1980); Mayer N. Zald, *Urban Differentiation Characteristics of Boards of Directors and Organizational Effectiveness*, 73 Am. J. Soc. 261, 268 (1967).

¹⁶² Jeffrey Pfeffer, *Size and Composition*, zgoraj op. 143, na 226.

¹⁶³ Pierce & Zahra, *Board Composition*, zgoraj op. 143.

¹⁶⁴ Id. na 432.

strategijo korporacije obstajajo določene povezave. Odbori z večjim odstotkom zunanjih direktorjev so bolj nagnjeni k temu, da sledijo strategijam zunanje rasti in raznolikosti.

Teorija zastopniških stroškov

Teorija zastopniških stroškov, ki predvideva zmanjšanje zastopniških stroškov s prisotnostjo zunanjih direktorjev v odborih, je bila testirana v študijah, ki preučujejo situacije, v katerih obstaja konflikt interesov menedžmenta na eni strani in delničarjev na drugi. Študije, ki so testirale zvezo med odstotkom zunanjih direktorjev v odborih in sprejetjem protiprevzemnih ukrepov, so poročale o mešanih rezultatih.¹⁶⁵ Takšni rezultati pa sploh niso presenetljivi, saj pozitivnih oz. negativnih učinkov teh ukrepov za delničarje ni mogoče opredeliti zunaj celotnega konteksta prevzema. Še več, študije o nagradah izvršilnim uradnikom, ki ugotovljajo velika neskladja med različnimi korporacijami,¹⁶⁶ lahko razložimo z različno podjetniško zakonodajo in ovirami na trgu, ki vplivajo na zunanje in notranje direktorje pri določanju višine menedžerskih nagrad. Študije prihodkov izvršilnih uradnikov morda bolje odsevajo koristnost neodvisnih direktorjev v korporacijskih odborih. Ugotovljajo namreč trdnejšo pozitivno korelacijo med razmerjem zunanjih direktorjev v odborih in prihodki izvršilnih uradnikov.¹⁶⁷ Problem z vsemi temi študijami je, da zunanji direktorji niso isto kot neodvisni direktorji. Med zunanje direktorje namreč spadajo tudi pridruženi direktorji. Poleg tega nekatere študije definirajo neodvisne direktorje kot direktorje, ki niso imenovani v času trajanja mandata glavnega izvršilnega uradnika, ne glede na to, da imajo ti direktorji poleg članstva v direktorskem odboru v korporaciji še druge funkcije.

Neodvisnost direktorjev v enotnih odborih je zmanjšana tudi zaradi prisotnosti notranjih direktorjev v odborih. Psihološke študije, ki preučujejo skupinsko vedenje, so pokazale, da člani odbora delujejo pod socialnimi pritiski, ki spodbujajo prilagodljivost in zmanjšujejo nepristranskost.¹⁶⁸ Poleg tega seje odborov običajno vodi glavni izvršilni uradnik,

¹⁶⁵Rita D. Kosnik, *Greenmail: A Study of Board Performance in Corporate Governance*, 32 *Admin. Sci. Q.* 163 (1987); Laura Linn, *The Effectiveness of Outside Directors As A Corporate Governance Mechanism: Theories and Evidence*, 90 *NW.U.L Rev.* 898 (1996); Paul Mallette & Karen L. Fowler, *The Effects of Board Composition and Stock Ownership on the Adoption of »Poison Pills«*, 35 *Acad. Mgmt. J.* 1010 (1992); Paula L. Rechner et al., *Corporate Governance Predictors of Adoption of Anti-Takeover Amendments: An Empirical Analysis*, 12 *J.Bus. Ethics* 371 (1993).

¹⁶⁶James A. Brickley & Christopher M. James, *The Takeover Market, Corporate Board Composition, and Ownership Structure: The Case of Banking*, 30 *J.L.Econ.* 161 (1987); Hamid Mehran, *Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance*, 38 *J. Fin. Econ.* 163 (1995).

¹⁶⁷E.g., Michael S. Weisbach, *Outside Directors and CEO Turnover*, 20 *Fin. Econ.* 421 (1988); Linn, *zgoraj op.* 165.

ki ima funkcijo predsednika odbora; študije kažejo »povezavo med zmožnostjo uveljaviti posameznikovo stališče in njegovim položajem v hierarhični družbeni strukturi«. ¹⁶⁹ Tako struktura korporacijskih odborov ne podpira neodvisnosti članov odbora. Nekateri direktorji so bolj neodvisni od drugih, zato ima lahko prevlada teh direktorjev v pomembnih korporacijskih komitejih pozitivne učinke, vendar proces socializacije med člani odbora direktorjem pogosto odvzame potrebno neodvisnost. V situacijah, kjer so interesi pridruženih direktorjev neposredno prizadeti zaradi samotrgovanja menedžerjev ali njihovega malomarnega opravljanja dolžnosti, so pridruženi direktorji lahko pri izvajanju menedžerskega nadzora celo bolj učinkoviti kot neodvisni direktorji.

Nadomestna hipoteza, ki predvideva, da metode zmanjšanja zastopniških stroškov lahko nadomestijo prisotnost zunanjih direktorjev v korporacijskih odborih, je prestala zgolj zmerno empirično presojo. ¹⁷⁰ Predlog, da povečan donos korporacije, visoka izplačila dividend in lastništvo delnic lahko disciplinirajo menedžerje in s tem nadomestijo zunanje direktorje v korporacijskih odborih, je bil deležen različnih odzivov. ¹⁷¹

Mnogovrstne vloge (Multiple Roles)

Mnenja empirične literatura o tem, ali med strukturo direktorskega odbora in uspešnostjo korporacijskega delovanja obstaja pozitivna oz. negativna zveza ali pa te sploh ni, so različna. ¹⁷² Kakorkoli, nedavne analize teh študij so pokazale pozitivno korelacijo med mešano (notranje/zunanjo) sestavo odbora in donosnostjo sredstev (ROA), kar pa ne drži za donosnost lastniškega kapitala. ¹⁷³ To pomeni, da so imeli odbori, v kate-

¹⁶⁸ Glej Dallas, *Proposals for Reform*, zgoraj op. 7, na 108–11; Cox & Munsinger, zgoraj op. 149.

¹⁶⁹ John C. Turner, zgoraj op. 51, na 136–41.

¹⁷⁰ Glej zgoraj op. 141–44.

¹⁷¹ *Id.*

¹⁷² Baysinger & Butler, zgoraj op. 63, na 104; Rajeswararao S. Chaganti et al., *Corporate Board Size, Composition and Corporate Failures in Retailing Industry*, 22 J. Mgmt. Studies 400 (1985); William Q. Judge, *Correlates of Organizational Effectiveness: A Multilevel Analysis of A Multidimensional Outcome*, 13 J. Bus. Ethics 1,7 (1994); Mehran, zgoraj op. 166, na 180; Pearce & Zahra, *Board Composition*, zgoraj op. 143, na 433; Stuart Rosenstein & Jeffrey G. Wyatt, *Outside Directors, Board Independence, Shareholder Wealth*, 76 Fin. Econ. 175, 190 (1990); Schellenger et al., zgoraj op. 144, na 465; Zahra & Pearce, *Integrative Model*, zgoraj op. 134, na 309–9. Nedavna analiza ni našla veliko dokazov za linearno zvezo med sestavo odbora (delež zunanjih in notranjih članov) in uspešnostjo korporecije. Dan R. Dalton, Catherine M. Daily, Alan E. Ellstrand & Jonathan L. Johnson, *Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance*, 19 Strategic Mgmt. J. 269 (1998).

¹⁷³ John A. Wagner III, J.L. Stimpert, Edward I. Fubana, *Board Composition and Organizational Performance: Two Studies of Insider/Outsider Effects*, 35(5) J. Mgmt. Studies 655 (1998).

rih so bili tako notranji kot zunanji direktorji, pozitiven učinek na donosnost sredstev.

Nasprotujoče si vloge (*Conflicting Roles*)

Pod predpostavko, da bodo ugotovitve te študije potrjene tudi v prihodnje, je ena od možnih razlag teh rezultatov, da se od odbora pričakuje izvajanje mnogovrstnih vlog, pri čemer učinkovito izvajanje teh vlog zahteva različne tipe direktorjev. Zaradi konflikta vlog je uspešnost pri opravljanju posamezne vloge odvisna od sestave odbora. Odbor, ki je sestavljen iz več zunanjih direktorjev, lahko na primer prispeva k skupinski dinamiki, ki je potrebna za učinkovit menedžerski nadzor. Tak odbor je lahko uspešnejši tudi pri premagovanju ovir in navezovanju odnosov z zunanjim okoljem korporacije. Po drugi strani pa se lahko odbor, ki je v večji meri sestavljen iz notranjih direktorjev, učinkoviteje poveže z zunanjimi direktorji, ki zagotavljajo nasvete in svetovanje, ter se vključi v strateški nadzor in morda tudi v strateški menedžment.

Vloga menedžerskega nadzora nasprotuje relacijski vlogi odbora do te mere, da prisotnost notranjih in pridruženih direktorjev v korporacijskem odboru preprečuje neodvisnim direktorjem, da bi objektivno nadzorovali menedžerje. Kljub temu da oblikovanje posebnih komitejev za nadzorovanje, v katerih prevladujejo neodvisni direktorji, lahko omili pritiske notranjih direktorjev, je odbor, ki je v celoti sestavljen iz neodvisnih direktorjev, najbrž bolj učinkovit pri upiranju tem pritiskom.

Nedavno so nekatere študije izrazile mnenje, da so notranji odbori pri spodbujanju bolj tvegane poslovanja korporacije učinkovitejši od zunanjih. Nedavna študija o podjetniškem delovanju je pokazala, da korporacije z večjim številom notranjih direktorjev sodelujejo v večjem številu podjetniških aktivnosti, kot so inovacije, lotevanje novih poslov z razširitvijo dejavnosti in obnovitev strategij, ki ponovno oživitvijo korporacijsko poslovanja s spremembo obsega poslovanja ali s spremembo konkurenčnega pristopa.¹⁷⁴ Tudi neka druga študija je odkrila pozitivno zvezo med deležem notranjih direktorjev v odborih 500 korporacij s seznama Fortune in večjimi sredstvi, namenjenim za raziskave in razvoj.¹⁷⁵ Po drugi strani pa ni nujno, da vlaganje v raziskave in razvoj izraža tvegane dejavnosti, s katerimi se skušajo doseči konkurenčne prednosti, ampak lahko pomeni zgolj notranjo neučinkovitost korporacije, ki zadržuje sredstva, namesto da bi jih razdelila med delničarje.¹⁷⁶ Poleg tega je brez

¹⁷⁴ Shaker A. Zahra, *Governance, Ownership, and Corporate Entrepreneurship: The Moderating Impact of Industry Technological Opportunities*, 39(6) Acad. of Mgmt. J. 1713 (1996).

¹⁷⁵ Barry D. Baysinger, Rita D. Kosnik & Thomas A. Turk, *Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R & D Strategy*, 34(1) Acad. of Mgmt. J. 205 (1991).

¹⁷⁶ Zahra, zgoraj op. 174. Vlaganja v raziskave in razvoj imajo tudi relacijsko funkcijo sporočanja delničarjem, da je družba zavezana tehnološkemu napredku in inovacijam.

primerjave teh podjetniških aktivnosti z uspešnostjo delovanja korporacije težko presojati, ali te aktivnosti korporaciji prinašajo prednost. Nedavna študija o majhnih in velikih letalskih družbah je pokazala, da so se tako majhne kot velike letalske družbe odrezale najbolje, »dokler je bilo njihovo konkurenčno vedenje podobno povprečnemu ali tipičnemu vedenju majhnih ali velikih letalskih družb«. ¹⁷⁷ Ta študija poudarja koristi konkurenčne prilagodljivosti. Morda drži, da so »majhna (ali velika) poslovno neuspešna podjetja nagnjena k ekstremnemu, odklonskemu vedenju, medtem ko so podjetja, ki poslujejo uspešno, naravnana zoper tvegano vedenje.« Ta razlaga je skladna s teorijo pričakovanja, ki trdi, da osebe, ki so soočene z manjšimi donosi od pričakovanih, postanejo bolj nagnjene k tveganju. ¹⁷⁸ Zato je najbolj ekstremno strateško delovanje mogoče zaznati v vedenju korporacij, ki se bližajo stečaju. ¹⁷⁹

Za dokončno oceno prednosti odborov, v katerih prevladujejo notranji oz. zunanji direktorji, je potrebno več študij s skladnimi rezultati. Če bodo rezultati pokazali, da si vloge posameznih odborov nasprotujejo in bo z njihovo pomočjo mogoče bolje razumeti prednosti drugačnih tipov odborov, bo možno prilagoditi strukturo odborov tako, da bo izvajanje mnogovrstnih vlog odborov učinkovitejše. Na primer, če se notranji odbori vključijo v strateško odločanje, vključno s strateškim menedžmentom, in so v teh funkcijah bolj uspešni kot zunanji odbori, je to morda zaradi kolegialnega odločanja o kompleksnih in nejasnih zadevah. Koristi notranjega odbora bi bile lahko v izravnavanju korporacijske hierarhije in ustvarjanje bolj kolegialne strukture med menedžerji. ¹⁸⁰ Takšen notranji odbor je podoben upravi v dvotirnem sistemu upravljanja, čeprav zaradi odsotnosti nadzora nista identična. Alternativa notranjemu odboru, ki bi omogočila odboru izvajanje vseh njegovih funkcij, bi bila oblikovanje dvotirne strukture odbora, z upravo, ki bi izvajala strateške menedžerske odločitve, in nadzornim svetom, ki bi bil vključen v menedžerski nadzor.

Manj dramatična rešitev je oblikovanje drugačnega tipa dvotirnega odbora, in sicer z odborom za nadzor menedžerjev, sestavljenim le iz neodvisnih direktorjev, in z odborom za relacijski nadzor, sestavljenim iz različnih tipov direktorjev. ¹⁸¹ Relacijski odbor bi izvajal različne relacijske funkcije, ki so pomembne za strateško odločanje, in bi bil lahko pretežno

¹⁷⁷ Ming-Jer Chen & Donald C. Hambrick, *Speed, Stealth, and Selective Attack: How Small Firms Differ from Large Firms in Competitive Behavior*, 38(2) Acad. of Mgmt. J. 453 (1995).

¹⁷⁸ Amos Tversky & Daniel Kahneman, *The Framing of Decisions and the Psychology of Choice*, 30 Science 18 (1981).

¹⁷⁹ Donald C. Hambrick & Richard A. D'Aveni, *Large Corporate Failures As Downward Spirals*, 33 Admin. Sci. Q. 1 (1988).

¹⁸⁰ Glej spodaj poglavje III(F)(2)(B) z naslovom »Prispevek kolegijskega načina odločanja k menedžerskemu nadzoru v dvotirnem sistemu«.

¹⁸¹ Dallas, *Proposals for Reform*, zgoraj op. 7.

sestavljen iz notranjih direktorjev. Odbor za menedžerski nadzor bi zaradi svoje sestave imel skupinsko dinamiko, ki bi bila primernejša za izvajanje nepristranskega menedžerskega nadzora. Učinek take dvojne strukture bi bil, da bi potencialno nasprotujoče si funkcije lahko izvrševale osebe, ki so za izvajanje posamezne funkcije najbolj usposobljene. Ker je korporacija ustvarila specializirane sektorje in oddelke, ki opravljajo funkcije, potrebne pri njenem delovanju, in je delovanje korporacije postalo bolj kompleksno, se je pojavila potreba, da direktorski odbor več pozornosti nameni številnim vlogam, za katere se pričakuje, da jih izvaja, prav tako pa se mora posvetiti iskanju ljudi, primernih za izvajanje teh funkcij.

Različne strategije

Obstaja še ena razlaga pozitivne povezave med prevlado odborov notranjih/zunanjih direktorjev in višjo donosnostjo sredstev v takšnih korporacijah; odbor, v katerem prevladujejo zunanji/notranji direktorji, namreč lahko podpira alternativne strategije, pri čemer vsak splet teh strategij povečuje možnost za izboljšano delovanje korporacije. Izbira strategije naj bi temeljila na poznavanju značilnosti podjetja, kar je v domeni notranjih direktorjev, ter na dostopu do informacij in zvez zunaj korporacije, kar zagotavljajo zunanji direktorji. Neki avtor razmišlja takole:

»Opozoriti je treba, da boljše poznavanje zadev korporacije in njenega notranjega delovanja, ki ga imajo notranji direktorji, omogoča zasledovanje strategij alokacije premoženja in zagotovitev s tem povezane učinkovitosti, in potemtakem doseganje čim večje donosnosti sredstev skozi kontrolo obratnih sredstev. Po drugi strani pa večje poznavanje in izkušnje z zunanjimi zadevami, ki jih imajo zunanji direktorji, prispevajo k oblikovanju strategij, ki so povezane z okoljem korporacije, kar vodi k večji donosnosti sredstev s pomočjo povečanja virov prihodkov in tokov.¹⁸²

Podobno avtor zgoraj omenjene podjetniške študije domneva, da razlike v informacijah lahko povzročijo na eni strani osredotočanje zunanjih direktorjev na vstop na nove trge s tveganimi prevzemnimi aktivnostmi in na drugi strani osredotočanje notranjih direktorjev na notranje poslovanje in razvoj izdelkov.¹⁸³

Tako lahko odbori, sestavljeni pretežno iz notranjih ali zunanjih direktorjev, sledijo različnim strategijam, ki pozitivno vplivajo na uspešnost korporacijskega delovanja. Opozoriti je treba tudi, da opisane razlike v strategijah zunanjim odborom ne pripisujejo manjše nagnjenosti k tveganju.

¹⁸²Wagner, *zgoraj* op. 173.

Različne menedžerske spodbude

Ponujena je bila razlaga za obstoj notranjega odbora, čeprav ta razlaga ne pojasnjuje pozitivne donosnosti sredstev zunanjega odbora.¹⁸⁴ Tako kot prejšnja razlaga učinkov sestave odbora se tudi ta razlaga osredotoča na različne vire informacij, ki jih imajo notranji/zunanji direktorji. Vendar razlike v informacijah bolj kot na strateške preference članov odbora vplivajo na metode odbora za ocenjevanje menedžerjev, kar vpliva na odločitve menedžerjev za bolj ali manj tvegane strategije. Ta ugotovitev izvira iz dejstva, da so zunanji direktorji pri ocenjevanju glavnega izvršilnega uradnika v slabšem položaju od notranjih, zlasti pri ugotavljanju, kateri finančni rezultati so posledica slabih odločitev glavnega izvršilnega uradnika in kateri rezultati so posledica fdejavnikov, ki so zunaj njegovega nadzora. Notranji direktorji zaradi podrobnega poznavanja značilnosti podjetja lahko ustrežnejše ocenijo glavnega izvršilnega uradnika in s tem okrepijo njegovo zavezo in željo, da sledi tveganim strategijam s pomočjo investicij in vlaganj v raziskave in razvoj. Zunanji direktorji naj bi se pri ocenjevanju menedžmenta zanašali na metodo, ki temelji na poslovnem izidu ali na drugih finančnih rezultatih (finančni nadzor), notranji direktorji pa naj bi se zanašali na nadzor delovanja in strategij, ki temelji na preverjanju dejanskega delovanja glavnega izvršilnega uradnika (nadzor dejanskega delovanja). Teorija spodbude torej predvideva, da izbira nadzora vpliva na strateške odločitve glavnega izvršilnega direktorja s tem, da mu daje različne spodbude. Finančni nadzor prenese tveganje slabih rezultatov od delničarjev na glavnega izvršilnega uradnika, ki zaradi tega sprejema manj tvegane strategije. Zato naj bi korporacije z večjim številom zunanjih direktorjev, ki praviloma uporabljajo metodo finančnega nadzora, sledile manj tveganim strategijam (npr. manjša vlaganja v investicijske naložbe ter v raziskave in razvoj) kot korporacije z odbori, kjer prevladujejo notranji direktorji. Prej omenjene študije, ki so odkrile pozitivno zvezo med odbori z večjim številom notranjih direktorjev in višino sredstev za raziskave in razvoj, podpirajo to teorijo.¹⁸⁵

V študiji kalifornijskih splošnih bolnišnic so razmerje med odbori, kjer prevladujejo zunanji direktorji, in uporabo finančnega nadzora oz. nadzora dejanskega delovanja, testirali neposredno z anketo med člani direktorskih odborov. Anketa je bila namenjena preverjanju dejanskih kriterijev in metod, ki jih člani odborov uporabljajo pri ocenjevanju glavnih izvršilnih uradnikov.¹⁸⁶ Ta študija je pokazala, da večji del zunanjih direktorjev ni dajal poudarka finančni nadzoru. Poleg tega raziskava ne

¹⁸³ Zahra, *zgoraj* op. 174.

¹⁸⁴ Baysinger & Hoskisson, *zgoraj* op. 139.

¹⁸⁵ Glej *zgoraj* tekst ob op. 174 & 175.

¹⁸⁶ Rafik I. Beekun, Yvonne Stedham & Gary J. Young, *Board Characteristics, Managerial Controls and Corporate Strategy: A Study of U. S. Hospitals*, 24(1) *J. of Mgmt.* 3 (1998).

potrjuje povezave med finančnim nadzorom in manj tveganimi strategijami. Med finančnim nadzorom in naložbami v osnovna sredstva je bila odkrita negativna zveza.

Ta študija je odkrila tudi negativno zvezo med uporabo finančnega nadzora pri ocenjevanju glavnega izvršilnega uradnika in pogostostjo sestankov odbora in prisotnostjo komiteja za strateško planiranje. Tako medsebojni vpliv med glavnim izvršilnim uradnikom in odborom zmanjšuje uporabo finančnega nadzora. Avtor te študije pojasnjuje:

Rezultati te študije kažejo na to, da sestava odbora ni edini dejavnik, ki vpliva na njegov dostop do informacij o izvajanju dolžnosti glavnega izvršilnega uradnika. Pravzaprav smo že pokazali, da imajo zunanji direktorji po vsej verjetnosti boljši dostop do informacij o kakovosti odločanja vodilnih menedžerjev, kot je to razvidno iz menedžerske literature. Poleg tesnejših povezav med odborom in glavnim izvršilnim uradnikom ter s pomočjo pogostejših sestankov odbora ter s prisotnostjo komiteja za strateško planiranje zunanji direktorji lahko učinkovito razvijejo neformalno komunikacijo z »notranjimi« uradniki, katerih mnenju zaupajo in ga spoštujejo.¹⁸⁷

Ta študija ugotavlja, da je zlasti v korporacijah z zunanjimi direktorji treba nameniti precejšnjo pozornost izmenjavi informacij znotraj korporacije in oblikovanju komitejev za strateško planiranje na ravni odbora.¹⁸⁸

Značilnosti odbora: eksterna/interna usmerjenost

Klasifikacijska shema direktorskega odbora na zunanji oz. notranji odbor je bila kritizirana, saj ni upoštevala druge pomembne značilnosti odbora, to pa je eksterna oz. interna usmeritev njegovih članov. Pri raziskavi stališč direktorjev devetih javnih bank klasifikacija direktorjev na notranje oz. zunanje direktorje ni odsevala njihove eksterne oz. interne usmeritve.¹⁸⁹ Poleg tega je študija odkrila pozitivno zvezo med donosnostjo bank in visoko interno usmeritvijo. Vendar pa sta definiciji interne in eksterne usmeritve, ki sta uporabljeni v tej študiji, problematični. Definicija, na primer, ne upošteva odnosa do nadzornih (menedžerske in relacijske) funkcij odbora in ne uspe zajeti različnih vrst funkcij, ki jih lahko izvaja odbor.

V žarišče svojega preučevanja pa značilnosti odbora postavlja teorija

¹⁸⁷ Id. na 9.

¹⁸⁸ Daily & Schwenk, *zgoraj* op. 145, na 191 (zunanji direktorji lahko brez težav pridobijo potrebne informacije tako, da »te informacije zahtevajo« od članov vodilnega menedžmenta »ne glede na njihovo službovanje v odboru«).

¹⁸⁹ John A. Pearce II, *The Relationship of Internal Versus External Orientations to Financial Measures of Strategic Performance*, 4 Strategic Mgmt. J. 297 (1983).

vodilnih kadrov, ki se osredotoča na demografske značilnosti vodilnih skupin v korporaciji (ali vodilnega menedžmenta). O tej teoriji teče razprava v naslednjem poglavju.

Značilnosti članov odbora

Teorija vodilnih kadrov (*upper echelon theory*) trdi, da korporacijska strategija in poslovanje korporacije izražata vrednote in miselno (kognitivno) shemo vodilnega menedžmenta ali prevladujoče skupine znotraj korporacije.¹⁹⁰ Kljub temu da se je ta raziskava osredotočila bolj na proces odločanja znotraj menedžmenta kot znotraj odbora, je v njej izraženo mnenje, da imajo bodisi notranji bodisi zunanji odbori višjo donosnost sredstev zato, ker so skupine kognitivno bolj homogene.¹⁹¹ Ta raziskava bi lahko odvrnila pozornost od prizadevanj za večjo raznolikost v korporacijskih odborih. Teorija vodilnih kadrov je zelo temeljito raziskovala prednosti in slabosti homogenih oz. heterogenih skupin.

Skladno s svojim izvorom v Carnegie School, ki je zavrnila analizo racionalnih udeležencev (*rational actor analysis*) v zameno za upoštevanje vedenjskih dejavnikov, kot so omejena racionalnost, mnogovrstni in nasprotujoči si cilji in različni nivoji prizadevanj,¹⁹² je teorija vodilnih kadrov priznala pomembnost socialno-psiholoških dejavnikov pri korporacijskem odločanju.¹⁹³ Ta teorija predvideva, da bodo kognitivna shema in vrednote posamezne osebe vplivale na njeno prepoznavanje problemov in priložnosti, na njeno interpretacijo le-teh, na premislek o drugih možnostih in na končne odločitve.¹⁹⁴ Ljudje so pri zaznavanju okolja omejeni

¹⁹⁰ E.g., Daniel P. Forbes & Frances J. Milliken, *Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-Making Groups*, 24(3) Acad. Mgmt. Rev. 489 (1999); Donald C. Hambrick, *Top Management Groups: A Conceptual Integration and Reconsideration of the »Team« Label*, 16 Res. in Organ. Behav. 171 (1994); Donald C. Hambrick, Theresa Seung Cho & Ming-Jer Chen, *The Influence of Top Management Team Heterogeneity on Firms' Competitive Moves*, <<http://proquest.umi.com/pqdweb?TS=...=1&Did=00000010965588&Mtd=2&Fmt4>> (1996); Donald C. Hambrick & Phyllis A. Mason, *Upper Echelons: The Organization As A Reflection of Its Top Managers*, 9(2) Acad. Mgmt. Rev. 193 (1984).

¹⁹¹ Wagner, *zgoraj* op. 173.

¹⁹² E.g., Richard M. Cyert & James G. March, *A Behavioral Theory of the Firm* (1963).

¹⁹³ Sydney Finkelstein & Donald C. Hambrick, *Top-Management Team Tenure and Organizational Outcomes: The Moderating Role of Managerial Discretion*, 35 Admin. Sci. Q. 484, 485 (1990); Hambrick & Mason, *zgoraj* op. 190, na 194.

¹⁹⁴ Posameznikova kognitivna osnova je opredeljena kot »(1) poznavanje ali predvidevanje bodočih dogodkov, (2) poznavanje različnih alternativ in (3) poznavanje posledic, ki se vežejo na te alternative.« Vrednosti se nanašajo na posameznikove »principe razvrščanja posledic, ki se vežejo na alternative«. Hambrick & Mason, *zgoraj* op. 190, na 195.

s svojim vidnim poljem, ki je pri posameznih osebah različen zaradi različnih strokovnih usmeritev, kognitivnih tehnik, poslovnih in življenjskih izkušenj ter socialnih mrež.¹⁹⁵ Kognitivna shema in vrednote osebe so pomembne, saj je posameznik soočen z nešteto dražljaji, ki prihajajo iz notranjosti korporacije in iz njenega okolja.¹⁹⁶ Teorija vodilnih kadrov upošteva z vidika družbenega okolja pomembne značilnosti, kot so starost, spol, dolžina delovnega staža v korporaciji, funkcija posameznika, izobrazba, družbenoekonomske korenine, manjšinjski status in finančni položaj, vrednostni sistem, socialne mreže in sorodstvene vezi.¹⁹⁷

Teorija vodilnih kadrov je podobna teoriji odvisnosti od virov glede pripoznavanja, da so značilnosti vodilnega menedžmenta »delno odsev položaja, v katerem je organizacija«. ¹⁹⁸ Teorija odvisnosti od virov na primer predvideva, da bo sestava direktorskega odbora izražala vsa tista področja, ki za korporacijo pomenijo negotovost. Vendar je »v osrčju teorije vodilnih kadrov predvsem opisovanje značilnosti vodilnega kadra kot determinant strateških izbir in skozi te izbire oblikovanje organizacijske strukture«. ¹⁹⁹ Poudarek je bolj na izvajanju menedžerskih pooblastil, pri čemer se ves čas ugotavlja, da sile iz okolje in sile inercije vplivajo na korporacijsko delovanje. Tako so situacijski dejavniki in značilnosti vodilnega kadra pomembni za strategijo korporacije, situacijski dejavniki, značilnosti vodilnega kadra in strategija korporacije pa za korporacijsko delovanje.

Številne ugotovitve teorije vodilnih kadrov temeljijo na značilnostih, ki se tičejo družbenega ozadja. Na primer od skupine z daljšim delovnim stažem pri korporaciji se pričakuje, da bo postala bolj homogena zaradi razvoja tesnih medsebojnih delovnih odnosov.²⁰⁰ Poleg tega naj bi procesi socializacije zmanjšali razlike med kandidati za vstop v skupino. Take skupine bodo najbrž imele težave pri učinkovitem zaznavanju, interpretaciji in odzivanju na številne dejavnike v okolju, na primer kadar je korporacija soočena z deregulacijo, močno tujo konkurenco ali z velikimi tehnološkimi spremembami. Po drugi strani pa imajo skupine z daljšim delovnim stažem poglobljeno znanje o svoji gospodarski panogi in ustaljene delovne odnose, kar je v stabilnih gospodarskih panogah lahko prednost. Teorija vodilnih kadrov postavlja naslednjo hipotezo, ki na primer zadeva povprečen delovni staž skupine:²⁰¹

¹⁹⁵ Susan T. Fiske & Shelley F. Taylor, *Social Cognition* 98–99 (1991).

¹⁹⁶ Hambrick, *zgoraj* op. 190, na 175; Hambrick & Mason, *zgoraj* op. 190, na 195.

¹⁹⁷ E.g., Hambrick, *zgoraj* op. 190, na 177; Hambrick, Cho & Chen, *zgoraj* op. 190, na 4; Finkelstein, & Hambrick, *zgoraj* op. 190, na 486.

¹⁹⁸ Hambrick & Mason, *zgoraj* op. 190, na 196–202.

¹⁹⁹ *Id.* na 197.

²⁰⁰ *Id.*

²⁰¹ *Id.* na 200.

Leta, ki jih vodilni menedžerji preživijo v korporaciji, so negativno povezana s strateškimi odločitvami, ki vključujejo nova področja, na primer inovacija proizvodov in širitev na področje novih dejavnosti.

Če organizacija posluje v stabilnem okolju, so leta sodelovanja z zunanjimi sodelavci pozitivno povezana z dobičkonosnostjo in diverzifikacijo.

Študije so podprle nekatere trditve teorije vodilnih kadrov. Na primer glede dolžine sodelovanja vodilne menedžerske skupine v podjetju so bile skupine menedžerjev z dolgotrajnim stažem povezane s strateško vztrajnostjo oz. odsotnostjo sprememb, mlade, visoko izobražene skupine s kratkotrajnim stažem pa so bile povezane z večjim številom inovacij.²⁰² Tudi neka druga študija je odkrila, da menedžerski staž pozitivno vpliva na strateško vztrajnost (nespreminjanje strategije podjetja) in strateško podrejenost osrednji usmeritvi znotraj gospodarske panoge, vendar je bil ta učinek bolj izrazit v panogah, v katerih imajo izvršilni uradniki več pooblastil, kot na primer v računalniški industriji, in manj očiten v panogah, v katerih imajo menedžerji manj pooblastil, kot sta kemijska industrija in industrija naravnega plina.²⁰³ Druge študije pa niso odkrile nobene povezave med dolžino staža v podjetju in organizacijsko strategijo ali učinkovitostjo poslovanja.²⁰⁴

Literatura, ki se ukvarja z vprašanji vodilnih kadrov, je preučevala tudi stopnjo raznolikosti značilnosti glede na družbeno ozadje vodilnih menedžerskih skupin oz. raven heterogenosti znotraj skupine. Svoje trditve o heterogenih in homogenih skupinah je delno utemeljila na spoznanjih eksperimentalnih psiholoških študij skupinskega vedenja. Te skupinske študije so ugotovile, da heterogene skupine sprejemajo kakovostnejše odločitve v zadevah, kjer sta pri odločitvah potrebni kreativnost in ustrezna presoja.²⁰⁵ Pri kompleksnih odločitvah, pri katerih sta potrebni kreativnost in ustrezna presoja, se zdi, da heterogene skupine povečujejo kakovost mišljenja. Te ugotovitve naj bi pojasnil »kognitivni konflikt«: heterogene skupine izmenjujejo nasprotujoča si mnenja, znanja in perspektive, rezultat tega pa je bolj temeljita razprava o številnih možnih interpretacijah, alternativah in posledicah.²⁰⁶ Vendar pa ni nujno, da so he-

²⁰² See Hambrick, *zgoraj* op. 190, na 185; Hambrick, Cho & Chen, *zgoraj* op. 190, na 3.

²⁰³ Finkelstein & Hambrick, *zgoraj* op. 193.

²⁰⁴ Ken G. Smith, Ken A. Smith, Judy D. Olian, Henry P. Sims, Jr. Douglas P. O'Bannon & Judith A. Scully, *Top Management Team Demography and Process: The Role of Social Integration and Communication*, 39(3) Admin. Sci. Q. 412 (1994).

²⁰⁵ Glej splošno Susan E. Jackson, *Consequences of Group Composition For The Interpersonal Dynamics of Strategic Issue Processing*, 8 Advances in Strategic Mgmt. 345 (1992) (te študije ocenjujejo kvaliteto odločitev posameznih skupin tako, da anketirajo člane skupine in/ali pridobijo mnenje zunanje skupine strokovnjakov).

²⁰⁶ E.g., Forbes & Milliken, *zgoraj* op. 190, na 494–95.

terogene skupine boljše od homogenih pri reševanju problemov, ki imajo preverljive, enoznačne rešitve, razen če heterogena skupina ne »poveča števila takšnih članov skupine, ki so sposobni najti pravilne rešitve za postavljene probleme«. ²⁰⁷ Poudarek je na relevantnem strokovnem znanju, ki je potrebno za reševanje posamezne zadeve. Ali kot pojasnjuje neki avtor:

Verjetnost, da bo skupina, ki se na primer ukvarja s problemi rasnih odnosov, zasnovala svoje odločitve na pravilnih ugotovitvah o tem, kako bi manjšine reagirale na posamezen predlog, je precej večja, če so med člani te skupine tudi predstavniki relevantne manjšine. Podobno imajo skupine, ki se ukvarjajo s problemi, ki od njih zahtevajo točno oceno reakcij različnih verskih, političnih ali potrošniških skupin, prednost, če so v njih zastopani predstavniki teh skupnosti. ²⁰⁸

Čeprav je relevantno strokovno znanje pomembno za reševanje takih problemov, je treba opozoriti, da družbeni dejavniki lahko posamezne člane skupin bodisi ovirajo bodisi spodbujajo pri uporabi njihovih strokovnih znanj. Raziskava o družbenih vplivih kaže, da član skupine pogosto ne predlaga rešitve, celo takrat ne, kadar je ta preverljivo pravilna, razen če se vsaj ena oseba strinja z njegovo rešitvijo. ²⁰⁹ Te ugotovitve kažejo, da kritična masa vsaj dveh članov skupine lahko opogumi uporabo strokovnih znanj teh članov. Če ima skupina vodjo, ima lahko tudi njegov način vodenja vpliv na dejansko uporabo strokovnih znanj članov skupine. ²¹⁰ Zaradi različnih socio-psiholoških dejavnikov prisotnost strokovnih znanj v skupine še ni jamstvo za dejansko uporabo teh znanj. Poleg tega psihološke študije presenetljivo kažejo, da imajo skupine koristi od tega, da v njih hkrati sodelujejo izkušeni strokovnjaki in začetniki. ²¹¹ Neki avtor meni, da so pozitivni učinki takšnega sodelovanja lahko posledica prizadevanj izkušenih strokovnjakov, ki v takih skupinah prevzamejo vloge učiteljev, kar jih sili v še bolj izostreno razmišljanje ter jih postavlja pred zahtevo, da zaradi vprašanj začetnikov »pod vprašaj postavljajo domneve in pravila, ki jim avtomatično sledijo, kadar obravnavajo zadeve in problem, v katerih so strokovnjaki«. ²¹²

Na podlagi teh psiholoških študij, ki vključujejo heterogene oz. homogene skupine, so tako teorija vodilnih kadrov kot njene naslednice napovedale:

²⁰⁷ *Splošno o tem* Jackson, *zgoraj* op. 205, at 359.

²⁰⁸ *Id.*

²⁰⁹ *Id.* na 357.

²¹⁰ Hambrick, *zgoraj* op. 190, na 180 (člani menedžmenta se po določenem času »prilagodijo informacijskim in vedenjskim preferencam glavnega izvršilnega uradnika«).

²¹¹ *Splošno o tem* Jackson, *zgoraj* op. 205, na 358.

²¹² *Id.*

Heterogene skupine, ki se ukvarjajo s strateškimi zadevami, ki zahtevajo visoko stopnjo kreativnega mišljenja in ustrezne presoje pri odločanju, bodo v primerjavi s homogonejšimi skupinami zaradi njihovih zunanjih stikov v skupino vnesle širše polje informacij in možnih rešitev.²¹³

Za skupine, ki se ukvarjajo s strateškimi vprašanji in obravnavajo zadeve, pri katerih je poudarek na ugotavljanju dejstev in logičnem sklepanju, uspešnost delovanja ponavadi ne bo odvisna od osebnih lastnosti. Po drugi strani pa naj bi v situacijah, kjer so osebne lastnosti povezane z relevantnim strokovnim znanjem, heterogenost lastnosti članov skupine povečala uspešnost delovanja skupine.²¹⁴

Pri aplikaciji teh ugotovitev na korporacijski direktorski odbor je bilo zavzeto stališče, da naj bi »različna družbena ozadja članov odbora pospešila izmenjavanje različnih pogledov in zmanjšala možnost samozadovoljnosti in ozke usmerjenosti odbora pri ocenjevanju predlogov izvršilnih organov«.²¹⁵ Takšen odbor lahko oblikuje široko paleto rešitev za probleme in merila odločanja za ocenjevanje korporacijskih strategij. Tako heterogeni odbori v primerih, ko sta pri odločanju potrebni kreativnost in ustrezna presoja, povečujejo kakovost odločanja.

Literatura s področja psihologije kaže tudi na pomembnost dodatnih socio-psiholoških dejavnikov, ki lahko vplivajo na uspešno delovanje heterogenih oz. homogenih skupin. Kognitivni konflikt (heterogenost) lahko zmanjša notranjo usklajenost skupine.²¹⁶ Ta usklajenost se nanaša na osebno privlačnost med člani skupine, torej na pozitivna čustva, ki jih člani skupine čutijo drug do drugega.²¹⁷ Psihološke raziskave kažejo, da ljudi privlačijo posamezniki, ki imajo podobna stališča kot oni.²¹⁸ Privlačnost med člani skupine je zmanjšana zaradi kognitivnega konflikta.²¹⁹ Kadar člane skupine drugi člani privlačijo, jim sodelovanje v skupini prinaša večje zadovoljstvo, pripravljeni so posvetiti več pozornosti nalogam skupine ter imajo manjšo željo zapustiti skupino.²²⁰ Zato je notranja usklajenost skupine pomembna pri količini naporov, znanja in sposobnosti, ki jih je član skupine pripravljen vložiti v reševanje odprtih vprašanj in nalog skupine. Po drugi strani pa večja stopnja vloženega truda članov skupine lahko pripelje do kognitivnega konflikta in tako

²¹³ Id. na 355.

²¹⁴ Jackson, *zgoraj* op. 205, na 359.

²¹⁵ Goodstein, Gautam & Boeker, *zgoraj* op. 155, na 245.

²¹⁶ Forbes & Milliken, *zgoraj* op. 190, na 494–95; Smith et al., *zgoraj* op. 204, na 420.

²¹⁷ Jackson, *zgoraj* op. 205, na 361.

²¹⁸ Id. na 362.

²¹⁹ Id. na 363.

²²⁰ Forbes & Milliken, *zgoraj* op. 190, na 494–95.

zmanjša notranjo usklajenost skupine. Vendar pa notranja usklajenost skupine ne pripelje vedno do večje pripravljenosti članov za reševanje nalog skupine in do večje uporabe znanja in sposobnosti člana skupine. Prevelika notranja usklajenost lahko pripelje do nižje stopnje kritičnega mišljenja in do samocenzure. Lahko se zgodi, da se kohezivne skupine prepustijo »skupinskemu razmišljanju« in da skupinsko odločanje popolnoma nadomesti individualno presojo.²²¹ Tako je za učinkovito skupinsko odločanje potreben kompromis med kognitivnim konfliktom, vloženim trudom in usklajenostjo skupine.

Na delovanje heterogenih oz. homogenih skupin lahko vpliva tudi časovna komponenta. Heterogene skupine vložijo več časa v reševanje zadev, ki zahtevajo kreativnost in izgrajevanje soglasja, saj imajo njihovi člani bolj raznoliko besedišče, paradigme in možne cilje.²²² Kadar so pod časovnim pritiskom, heterogene skupine težje dosežejo soglasje ter zato lažje rešijo zadeve s pogajanjem in kompromisi ali z večinskim glasovanjem.²²³ Takšno reševanje zadev se lahko izrazi v manjši stopnji sprejetosti odločitve s strani članov skupine. Manjše zaupanje članov v odločitev skupine pa ima kljub vsemu tudi svojo dobro plat, saj takšne skupine ponavadi »razvijejo in uporabljajo bolj izpopolnjene mehanizme za pridobivanje povratnih informacij, posvečajo več pozornosti znakom, ki napovedujejo možnost neuspeha, ter so bolj pripravljene za spremembo odločitve, ki je deležna negativnega odziva.«²²⁴

Mešani učinki heterogenosti v zvezi s kognitivnim konfliktom in časovnimi zahtevami so prikazani v študiji o kompetitivnem sprejemanju odločitev in obnašanju v domači letalski industriji v 80. letih, to je v času, ko je bil položaj v tej gospodarski panogi zelo nestabilen.²²⁵ Študija je temeljila na podatkih o konkurenčnih poslovnih potezah 32 večjih letalskih družb (1445 poslovnih potez) v obdobju osmih let, ki jih je objavljala revija *Aviation Daily*. Gre za publikacijo, ki vsebuje popolne in podrobne informacije o letalski konkurenci. Študija je pokazala, da je heterogenost znotraj vodilnega menedžmenta pozitivno povezana s številom kreativnih poslovnih potez, ki jih je sprejela posamezna letalska družba.²²⁶ Skladno s to študijo imajo heterogene ekipe »širše kognitivne vire, ki omogočajo širše področje pogledov in ekstenzivnejše stike z okoljem.«²²⁷ Heterogene ekipe poleg tega opazijo »več priložnosti, groženj in drugih spodbud na številnih področjih«, ²²⁸ zaradi česar imajo »širši repertoar,

²²¹ Hambrick, *zgoraj* op. 190, na 205; Forbes & Milliken, *zgoraj* op. 190, na 496–97.

²²² Hambrick, Cho & Chen, *zgoraj* op. 190.

²²³ Id. na 256.

²²⁴ Id.

²²⁵ Hambrick, Cho & Chen, *zgoraj* op. 190.

²²⁶ Id. na 14.

²²⁷ Id. na 5.

²²⁸ Id.

na podlagi katerega oblikujejo svoje delovanje«. ²²⁹ Heterogene menedžerske ekipe izvajajo tudi drznejše konkurenčne dejavnosti v smislu njihovega strateškega pomena, znamenitosti in širine delovanja, ²³⁰ vendar pa so pri izvrševanju teh nalog počasnejše kot homogene ekipe. »Širše zbiranje informacij, kreativno odločanje in drznost pri odločanju« ²³¹ so do določene mere kompenzacija za »nesoglasja in počasnost pri sprejemanju odločitev«. ²³² V nasprotju z zgoraj navedenimi pozitivnimi zvezami med heterogenostjo ekipe in uporabo novih poslovnih potez je bila na drugi strani ugotovljena negativna zveza med konkurenčnimi reakcijami takšne letalske družbe na dejanja drugih letalskih družb, in sicer z vidika naklonjenosti reakcijam, načina in hitrosti izvajanja teh reakcij. ²³³ Ti rezultati kažejo na to, da se heterogene ekipe lahko zapletejo v »preveč interpretativno, pogajalsko in kreativno oblikovanje reakcije, kar zmanjša verjetnost, da bo do njihove reakcije sploh prišlo, v primerjavi z bolj direktnimi, refleksnimi reakcijami homogene ekipe. ²³⁴ Študija je glede vprašanja, kako sestava ekipe vpliva na uspešno poslovanje korporacije, ugotovila, da so trije obravnavani tipi heterogenosti (funkcionalna, izobrazbena in heterogenost glede na dolžino delovnega staža) pozitivno povezani z donosnostjo in tržnim deležem letalskih družb. ²³⁵ Iz tega sledi, da koristi heterogene strukture ekipe kompenzirajo nižjo naklonjenost reakcijam in njihovo počasnost. Mešani učinki heterogenosti z vidika kognitivnih konfliktov in časovnih zahtev delujejo v korist letalskih družb v času, ki je »izjemno nestabilen in v katerem niso izdelani jasni konkurenčni modeli«. ²³⁶ Avtorji te študije opozarjajo, da je lahko heterogenost manj učinkovita v »stabilnejših gospodarskih panogah s širše sprejetimi modeli in sredstvi za obnašanje ter manj intenzivno konkurenco«. ²³⁷ Manj uspešna je lahko tudi v gospodarskih panogah, v katerih obstajajo močnejši časovni pritiski in so reakcije oz. odzivi na delovanje konkurence pomembnejši od poslovnih potez same korporacije.

Raziskava na področju homogenosti oz. heterogenosti ni prišla do tiste faze, kjer so mogoči trdni sklepi in soglasje o temeljnih načelih med raziskovalci. Rezultati glede učinkov homogenosti oz. heterogenosti vodilnega menedžmenta si nasprotujejo glede na to, katere kazalce uspešnosti delovanja korporacije merijo, ²³⁸ ter glede na to, katere demografske zna-

²²⁹ Id.

²³⁰ Id. na 14.

²³¹ Id.

²³² Id.

²³³ Id.

²³⁴ Id.

²³⁵ Id. na 14–15.

²³⁶ Id. na 15.

²³⁷ Id.

²³⁸ Daily & Schwenk, *zgoraj* op. 146, na 189. Heterogenost je na eni strani pozitivno

čilnosti (funkcionalno ozadje posameznika, dolžina staža v korporaciji oz. druge značilnosti vodilnega menedžmenta) upoštevajo v svoji študiji.²³⁹ Številni razlogi lahko pojasnijo pomanjkanje konsistentnih ugotovitev. Pri sprejemanju odločitev v heterogeni ekipi se pokažejo koristi od kognitivnih konfliktov, ki prispevajo h kompleksnemu odločanju, sprejemanje odločitev v homogeni ekipi pa je uspešnejše zaradi kohezije oz. usklajenosti ekipe (v zmernem obsegu) ter zaradi njenega krajšega reakcijskega časa. Poleg tega so konkurenčni položaji, s katerimi se soočajo korporacije, različni in se od časa do časa lahko spreminjajo, kar ima za posledico različno oceno koristi homogenosti oz. heterogenosti. Tudi različni načini vodenja lahko vplivajo na povečanje oz. zmanjšanje koristi heterogenosti vodilnega menedžmenta.²⁴⁰ Bolj pomembna kot homogenost oz. heterogenost menedžerske ekipe so lahko tudi ostala postopkovna vprašanja. Glede na to, da so študije vse bolj izpopolnjene, zlasti v smislu večjega upoštevanja potencialno pomembnih spremenljivk, se bodo verjetno kmalu pojavili tudi rezultati, ki bodo splošno sprejeti.

Pred kratkim končane študije so postavile pod vprašaj nekatere domene, na katerih temelji teorija vodilnega kadra. Zadnja študija je imela namen izmeriti kognitivno heterogenost s pomočjo ankete o korporacijskih ciljih in korporacijskih strategijah med glavnimi izvršilnimi uradniki.²⁴¹ Rezultati so pokazali, da raznolikost med izvršilnimi uradniki glede korporacijskih ciljev (ne pa tudi korporacijskih strategij) negativno vpliva na uporabo različnih postopkov iskanja rešitev v smislu pogostejše uporabe metode skupinskega ustvarjalnega razmišljanja (*brainstorming*) in priprave seznama alternativnih rešitev. Avtorji ugotavljajo, da so komunikacijski problemi in pomanjkanje stikov prevladali nad pozitivnimi učinki kognitivne raznolikosti.²⁴² Vendar pa je anketa spregledala neformalno komunikacijo, poleg tega pa opisanih postopkov iskanja rešitev ni povezala z uspešnostjo poslovanja korporacije. Neka druga študija je

povezana z inovativnostjo v velikem številu bank ter v vedno večjem številu podjetij, ki se ukvarjajo s polprevodniškimi vezji, na drugi pa je negativno povezana z inovacijami v številnih drugih korporacijah in sposobnostjo prilagajanja spremenjenim okoliščinam v celi vrsti elektronskih podjetij. *Glej splošno* Hambrick, Cho&Chen, *zgoraj* op. 190, na 3.

²³⁹ Hambrick, Cho & Chen, *zgoraj* op. 190, na 14–16

²⁴⁰ *Glej zgoraj* op. 210; Jackson, *zgoraj* op. na 370–71 (Nesposobni voditelji lahko zapravijo potencialne koristi raznolikosti skupine s tem, da ne dopustijo zadostnega časa za celostno razpravo ali da podpirajo pravila, ki zadušijo izražanje nestrinjanja, zlasti manjšine. Po drugi strani se lahko zgodi, da voditelji premalo pozornosti namenjajo potezam, ki bi iz nesporazuma pomagale ustvariti soglasje, in sicer s pomočjo oblikovanja iskrenega razumevanja. Namesto tega pa spodbujajo sklepanje kompromisov, glede katerih se nihče ne čuti zavezan.).

²⁴¹ C. Chet Miller, Linda M. Burke & William H. Glick, *Cognitive Diversity Among Upper Echelon Executives: Implication For Strategic Decision Processes*, 19 *Strategic Mgmt. J.* 39 (1998).

²⁴² Miller, *zgoraj* op. 241, na 51.

celo pokazala negativno zvezo med pogostostjo komunikacije med izvršilnimi uradniki in donosnostjo investicij.²⁴³ Študija ugotavlja, da se bolj kohezivne skupine²⁴⁴ zanašajo na neformalno komunikacijo.²⁴⁵ Avtorji študije so mnenja, da »(v kohezivnih) skupinah zadostuje nestrukturirana komunikacija in občasno izmenjavanje informacij, brez potrebe po formaliziranju komunikacije«. ²⁴⁶ Poleg tega raziskava doslej ni razvila konsistentne zveze med soglasjem izvršilnih uradnikov o ciljih oz. pomenu korporacijskega delovanja in uspešnostjo poslovanja korporacije.²⁴⁷ Pomembna študija o vodilnih izvršilnih uradnikih korporacij v konkurenčni industriji barv in sorodnih produktov ni podprla hipoteze, da je soglasje glede korporacijskih ciljev in konkurenčnih metod neizogibno potrebno za razlago različne uspešnosti poslovanja korporacije.²⁴⁸ Študija ugotavlja, da je soglasje o ciljih ali konkurenčnih metodah enako pomembno.²⁴⁹ Rezultati študije kažejo na to, da »ni nujno, da bodo dodatna prizadevanja menedžmenta za doseg soglasja tako glede ciljev kot glede metod pomenila uspešnejše poslovanje korporacije kot v primeru, če bi bilo soglasje doseženo samo glede enega od teh vprašanj«. ²⁵⁰

Doslej raziskava še ni dala jasnih smernic o koristnosti homogenih oz. heterogenih menedžerskih ekip. Poleg tega je zaradi različnih funkcij direktorskega odbora in izvršilnih uradnikov pri aplikaciji raziskave o vodilnih izvršilnih uradnikih na korporacijske direktorske odbore treba biti previden. Ena zadnjih konceptualnih študij trdi, da bodo ne glede na zgradbo odborov uspešnejše korporacije, ki se soočajo s kompleksnejšim okoljem (npr. bolj diverzificirane ali globalizirane korporacije), bolj verjetno imele heterogene menedžerske ekipe. Medtem pa so homogene menedžerske ekipe bolj skladne z relativno ozko oblikovanimi strateškimi cilji, nižjo stopnjo globalizacije in manjšimi informacijskimi potrebami.²⁵¹ Nasprotno pa je skladno s to študijo struktura odbora odvisna od koncentracije lastništva ter stopnje odvisnosti od virov.²⁵² Zdi se, da so

²⁴³ Smith et al., *zgoraj* op. 204.

²⁴⁴ Študija je uporabila meritve socialne integracije, ki temeljijo na vprašanjih o zmožnosti timskega delovanja članov skupine, o pripravljenosti na medsebojno sodelovanje in pomoč, itd. Id. na 425.

²⁴⁵ Id. na 432

²⁴⁶ Id.

²⁴⁷ Clifford T. West, Jr & Charles R. Schwenk, *Top management Team Strategic Consensus, Demographic Homogeneity and Firm Performance: Report of Resounding Findings*, 17 *Strategic Mgmt. J.* 571, 571–72 (1996).

²⁴⁸ Gregory G. Dess, *Consensus On Strategy Formulation and Organizational Performance: Competitors in A Fragmented Industry*, 8 *Strategic Mgmt. J.* 259 (1987). *Glej tudi* West & Schwenk, *zgoraj* op. 247 (nista našla pozitivne zveze med soglasjem o strateških vprašanjih znotraj vodilnega menedžmenta in uspešnostjo korporacije).

²⁴⁹ Dess, *zgoraj* op. 248, na 273.

²⁵⁰ Id.

²⁵¹ Daily & Schwenk, *zgoraj* op. 145, na 197.

bolj diverzificirane in globalizirane korporacije v večji meri odvisne od različnih virov, kar posledično pomeni več zunanjih direktorjev. Tako je sestava notranjega oz. zunanjega odbora podobno povezana s kompleksnostjo korporacijskega okolja. Kot prikazuje študija, zunanji direktorji »zagotavljajo nadaljevanje dejavnosti podjetja s pomočjo dostopa do pomembnih informacij in virov, s podporo obveznostim znotraj podjetja ter z osnovanjem in ohranjanjem legitimnosti podjetja«. ²⁵³ Predstavljajo »pomembne zunanje zainteresirane subjekte, ki zagotavlja podjetju vire, ki prek menedžmenta niso dostopni«, ²⁵⁴ ter kot »povezava s kritičnimi zunanjimi zainteresiranimi subjekti služijo kot blažilec napetosti med organizacijo in okoljem, v katerem deluje«. ²⁵⁵ Dodatna ugotovitev študije, da je notranji odbor na kratek rok bolj učinkovit, kadar je korporacija v krizi ali pa se sooča z velikimi organizacijskimi in drugimi spremembami, ²⁵⁶ je skladna s teorijo vodilnih kadrov glede učinka časovnega pritiska na učinkovitost heterogenosti oz. homogenosti odbora.

Poleg teorije vodilnih kadrov vprašanja, ki zbujajo pozornost, zadevajo tudi vlogo odbora pri menedžerskem nadzoru. V interesu delničarjev je, da odbor kar najbolj učinkovito nadzoruje menedžerje. Institucionalni investitorji in veliki delničarji imajo dovolj moči, da vztrajajo pri zahtevi, da to funkcijo opravlja korporacijski odbor. Institucionalni investitorji zaradi učinkovitega nadzora menedžerjev podpirajo neodvisne direktorje v odborih korporacij. ²⁵⁷ Študija zato predvideva, da bodo korporacije z višjim deležem institucionalnega lastništva in z višjo stopnjo koncentracije lastništva imele v odborih večji delež zunanjih direktorjev. Študija tudi preučuje medsebojni vpliv med sestavo vodilnega menedžmenta in sestavo odbora. Predvideva, da imajo korporacije s homogenim menedžmentom in odbori z zunanjimi direktorji več neodvisnih (nepridruženih) kot odvisnih direktorjev, s čimer naj bi omilili vpliv »močnejšega menedžmenta«, ki je posledica homogenosti menedžerske ekipe. ²⁵⁸

Prede predidemo na razpravo o strukturi odborov v Sloveniji, je pomembno poudariti, da ni nujno, da so rezultati ameriških korporacijskih študij vedno uporabljivi za urejanje razmerij v tujih korporacijah. Na

²⁵² Id. na 199.

²⁵³ Id. na 191.

²⁵⁴ Id. na 194.

²⁵⁵ Id.

²⁵⁶ Id. na 199.

²⁵⁷ Calpers, *zgoraj* op. 59; Daily & Schwenk, *zgoraj* op. 145, na 193, 195–96. O interesih delničarjev v raznolikem odboru, *glej* Dorothea Browder, *Shareholder Are Valuing Diversity, Directors & Boards* (1997); Nucor Corp. No-Action Letter Request, 1995WL91512 (Institucionalni investitor – CREF predlaga, da direktorski odbor sprejme aktivno politiko iskanja kvalificiranih žensk in predstavnikov manjšin za imenovanje v direktorski odbor).

²⁵⁸ Id. na 199.

primer študija o podjetjih, ki je bila izvedena v petih različnih državah, je pokazala, da večja diverzifikacija zmanjšuje donosnost ameriških in angleških korporacij, nima pa nikakršnega vpliva na donosnost kanadskih, francoskih in nemških korporacij; večja tuja diverzifikacija zmanjšuje donosnost ameriških in nemških korporacij, povečuje donosnost francoskih korporacij in nima nikakršnega vpliva na kanadske in angleške korporacije; velikost podjetja je prednost za ameriško korporacijo, ni prednost za nemško korporacijo in nima vpliva na kanadsko, angleško in francosko korporacijo.²⁵⁹ Te ugotovitve kažejo, da ima ameriška korporacijska izkušnja za tuje korporacije zaradi ekonomskih, socialnih in kulturnih razlik med različnimi pravnimi sistemi samo teoretični pomen.

Empirične študije ne dajejo jasnih smernic za sestavo odborov in njihovo strukturo. Vsekakor pa opozarjajo na pomembnost številnih vlog odborov ter pomembnost različnih postopkov in okoliščin v postopku vodenja, ki vplivajo na izvrševanje teh vlog. Jasno je tudi, da institucionalni in veliki zunanji investitorji, ki jih zanima učinkovit nadzor menedžerjev, želijo zagotoviti neodvisnost ter večkrat tudi raznolikost korporacijskih direktorskih odborov.

SLOVENSKI SISTEM

Koncept korporacije

Slovensko korporacijsko pravo je izraz evropske perspektive korporacij. Slovensko pravo v veliki meri temelji na nemškem ustavnem in korporacijskem pravu.²⁶⁰ Slovenska ustava podobno kot nemška priznava javne in socialne omejitve glede uživanja lastnine.²⁶¹ Drugače kot ameriška formalna koncepcija korporacije je velika javna korporacija obravnavana kot socialna institucija.²⁶² V nasprotju s tradicionalno ameriško koncepcijo direktorjev kot zastopnikov delničarjev morajo nemški direktorji

²⁵⁹ Eric R. Gedajlovic & Daniel M. Shapiro, *Management and Ownership Effects: Evidence from five Countries*, 19 Strategic Mgmt. J. 533,549 (1998).

²⁶⁰ Dr. Rado Bohinc, *Choosing Between The U.S. Single board or The European Two-tier Board* (neobjavljeno besedilo, ki ga hrani avtorica).

²⁶¹ Drugi odstavek 14. člena nemške Ustave. Glej Jonathan P. Charkam, *Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries* (1994).

²⁶² John Kay & Aubrey Silberston, *Corporate Governance*, v 2 Perspectives on Company Law 56 (F. Patfield ed. 1997). Nemški teoretiki, sodniki in politiki niso prevzeli ameriškega koncepta korporacije kot spleta pogodb, ampak še naprej vidijo podjetje za korporacijsko lupino, kot subjekt s svojimi lastnimi pravicami. Katharina Pistor, *Codetermination: A Sociopolitical Model with Governance Externalities*, v *Employees and Corporate Governance* 176–77 (Margaret M. Blair & Mark J. Roe, eds., 1999).

»zasledovati interese vseh deležniških skupin brez favoriziranja katerekoli od njih«. ²⁶³ Interesi različnih deležnikov v korporaciji so priznani tudi v strukturi slovenske korporacije. Kot bo predstavljeno v nadaljevanju, slovensko ustavno pravo in pravo sodelovanja delavcev pri upravljanju zagotavljata sodelovanje delavcev v upravljanju korporacije. Ta oblika kapitalizma se imenuje »deležniški kapitalizem«.

Zgodovina udeležbe zaposlenih in politike v korporacijskem upravljanju

Slovenske javne delniške družbe so naslednice gospodarskih družb, ki so bile v prejšnjem komunističnem režimu v državni lasti. Zaradi tega je njihov razvoj povezan z vmešavanjem politike v upravljanje korporacij. Zaradi sistema samoupravljanja podjetij ²⁶⁴ ter zaradi politične in ekonomske decentralizacije imata Slovenija in bivša Jugoslavija v nasprotju z drugimi vzhodnoevropskimi državami edinstveno ekonomsko zgodovino. V sistemu samoupravljanja so podjetja nadzorovali delavski sveti, ki so bili sestavljeni iz predstavnikov zaposlenih. Delavski sveti so izbrali vodstvo podjetja ter imeli obenem veliko vlogo pri določanju poslovne politike podjetja. ²⁶⁵ S spremembo jugoslovanske ustave leta 1970 se je decentralizirala moč z zvezne na republiško raven ter na lokalne skupnosti, ki so prevzele veliko državnih funkcij. ²⁶⁶ V istem času so se vertikalno povezana podjetja preoblikovala v manjše gospodarske enote, ki so bile sposobne proizvajati tržno blago. ²⁶⁷ Te spremembe so povzročile decentraliziran politični in gospodarski sistem z močno lokalno usmerjenostjo. ²⁶⁸

Nadzor v podjetju je bil razdeljen med vodstvo, predstavnike delavcev ter lokalne politike. ²⁶⁹ Gospodarske družbe so se financirale pri lokalnih bankah, ki so bile politično nadzorovane. ²⁷⁰ Sindikati, ki so bili pod vpli-

²⁶³ Id. na 58.

²⁶⁴ E.g. Milovan Djilas, *The Origin of Self-Management in Yugoslavia, v Stalinism to Pluralism: A Documentary History of Eastern Europe since 1945* (Gale Stokes, ed., 1991); Hans Dieter Seibel in Ukandi G. Dmachi, *Self-Management in Yugoslavia and the Developing World* (1982).

²⁶⁵ Richard Whitley, *Divergent Capitalisms: The Social Structuring and Change of Business Systems* 222 (1999).

²⁶⁶ Id. na 213.

²⁶⁷ Milica Uvalic, *Privatization in the Yugoslav Successor States: Converting Self-Management into Property Rights, v Privatization Surprises in Transition Economies; Employee-Ownership in Central Eastern Europe* 266 (Milica Uvalic & Daniel Vaughan-Whitehead eds., 1997) Whitley, *zgoraj* op. 265, v 213.

²⁶⁸ Whitley, *zgoraj* op. 265, v 222–4.

²⁶⁹ Id. na 214–15, 218.

²⁷⁰ Id. na 214–15.

vom politike, so se prav tako osredotočali na strategije podjetij.²⁷¹ Ustvarjena je bila precejšnja medsebojna odvisnost med podjetji, lokalnimi bankami ter uradniki tako na občinski kot na regionalni ravni.²⁷² Kljub tem vplivom so imela podjetja in njihovo vodstvo²⁷³ v obdobju samoupravljanja veliko avtonomijo v primerjavi z ostalimi podjetji v vzhodni Evropi. Političnim vplivom so se izognila z vzdrževanjem lokalne zaposlenosti ter ohranjanjem donosnosti.²⁷⁴ Podjetja so lahko obdržala dobiček in delovala na tržiščih OECD, kjer so pridobila pomembne izkušnje pri odzivanju na spremenjene tržne razmere ter pri deviznem poslovanju.²⁷⁵ Prav tako so imela precejšnjo stopnjo avtonomije pri izbiri svojih dobaviteljev in potrošnikov,²⁷⁶ ki so se pojavili pri kvazi tržnih transakcijah, za katere je bilo značilno trgovanje na podlagi osebnih zvez in poznanstev.²⁷⁷

Preoblikovanje slovenskih državnih podjetij

Skladno s sistemom samoupravljanja, v katerem so zaposleni izbrali vodstvo, so se slovenska državna podjetja preoblikovala v zasebna podjetja ob upoštevanju zaveze tradiciji soodločanja, ki delavcem zagotavlja sodelovanje v korporacijskem upravljanju, ter na podlagi posebnih predpisov, ki so v okviru privatizacijskega procesa delavcem zagotovili lastništvo delnic.²⁷⁸ Ali kot pravi eden od komentatorjev »zaradi velikih samoupravljaljskih pravic in nedoločenega lastninskega režima je veliko delavcev v Jugoslaviji mislilo, da so pravi lastniki podjetij, vsaj glede tistega dela svojih dohodkov, ki so jih tekom let vložili v podjetje«.²⁷⁹

Privatizacija se je v Sloveniji začela že pred razpadom Jugoslavije, skladno z jugoslovanskim Zakonom o podjetjih iz leta 1988.²⁸⁰ Slovenija

²⁷¹Id. na 213.

²⁷²Id. na 214–15, 218.

²⁷³Id. na 219 (sprejemanje odločitev je bilo razdeljeno med vodilne menedžerje, predstavnike delavcev in lokalne politike, vendar pa jje najbolj uspešnim menedžerjem v praksi uspelo prevladati nad ostalimi).

²⁷⁴Id. na 218, 220, 222. Vendar ne smemo spregledati političnega boja med posameznimi obrati za pridobitev pravice proizvajati produkte. Id. Na 219.

²⁷⁵Id. na 213–14.

²⁷⁶Id. na 220 (v času poznega socialističnega obdobja v sedemdesetih in osemdesetih letih).

²⁷⁷Id. na 220, 222.

²⁷⁸Uvalic, *zgoraj* op. 267.

²⁷⁹Marko Rems, *The Role of Privatization Funds in Privatization and Post-Privatization, v The Governance of Privatization Funds: Experiences of the Czech Republic, Poland and Slovenia* 72 (Marko Simoneti, Saul Estrin & Andreja Bohm eds., 1999); Uvalic *zgoraj* op. 267, na 267.

²⁸⁰Rems, *zgoraj* op. 279 na str. 73 (»Veliko novih zasebnih podjetij je nastalo na teme-

je sprejela svoj sistem po dveletni nacionalni razpravi.²⁸¹ Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij, ki uvaja program množične privatizacije, je bil sprejet novembra 1992 in dopolnjen junija 1993,²⁸² izvajati pa se je začel šele v drugi polovici leta 1993.²⁸³ Zakon je uvedel decentraliziran pristop k privatizaciji, saj je posameznim samoupravnim podjetjem dopustil, da sama predložijo načrt za privatizacijo. Na izbiro tovrstnega modela privatizacije so vplivali trije razlogi, in sicer: »(1) močno javno mnenje, da podjetja v družbeni lasti pripadajo zaposlenim; (2) sposobno vodstvo slovenskih podjetij in (3) pomanjkanje domačih in tujih vlagateljev.«²⁸⁴ Privatizacija se je morala izvesti po predpisanem načinu. Štirideset odstotkov delnic je bilo dodeljenih trem državnim skladom, in sicer: (1) Pokojninskemu skladu (10 odstotkov) za kritje stroškov zgodnjih upokojitev, (2) Odškodninskemu skladu (10 odstotkov) za nadomestila denacionalizacijskim upravičencem ter (3) Skladu za razvoj (20 odstotkov),²⁸⁵ ki je prodal delnice pooblaščenim investicijskim družbam (v nadaljevanju: PID).²⁸⁶ Dvajset odstotkov delnic je bilo brezplačno razdeljenih med sedanje, bivše in upokojene zaposlene, 40 odstotkov delnic pa je bilo prodanih z odkupom zaposlenih ali javno prodajo.

Privatizacijska zakonodaja je torej predvidevala znatno lastništvo zaposlenih,²⁸⁷ predvsem za majhna in srednja podjetja,²⁸⁸ kakor tudi razvoj tržišča za zunanje lastnike, zlasti za kapitalsko intenzivna podjetja. Zunanji lastniki so postali vsi slovenski državljani, ki so prejeli certifikate za pridobitev delnic bodisi z investiranjem v PID-e bodisi v podjetja, ki so javno prodajala svoje delnice.²⁸⁹ Podjetja, ki so prodajala delnice, so morala svoje delnice uvrstiti na borzo, s čimer se je spodbujal razvoj trga vrednostnih papirjev. Naloga PID-ov, ki so jih upravljale pooblaščen družbe za upravljanje (v nadaljevanju: PDZU), je bila omogočiti posa-

lju podjetij, ki so bila prej v družbeni lasti, pri čemer so jih ustanovili zaposleni – večinoma direktorji. Zaposleni so bili v starem družbenem podjetju, najbolj donosni posli pa so bili preusmerjeni na njihovo zasebno podjetje. Takšno obnašanje je bilo značilno za trgovino in storitvene dejavnosti, predvsem zaradi nizke kapitalске intenzivnosti in pomanjkanja pravne ureditve. Veliko premoženja je bilo privatiziranega na ta način. Do konca leta 1992 je bilo na podlagi zveznega zakona privatizirano 40 podjetij. Šlo je predvsem za srednje velika podjetja). Uvalic, *zgoraj* op. 267, na 274.

²⁸¹ Uvalic, *zgoraj* op. 267, 274.

²⁸² Rems, *zgoraj* op. 279 na 72; Uvalic, *zgoraj* op. 112 na 274.

²⁸³ Uvalic, *zgoraj* op. 267 na 274.

²⁸⁴ Rems, *zgoraj* op. 279 na 72; Glej tudi Uvalic, *zgoraj* op. 267 na 274.

²⁸⁵ Razvojni sklad je lastnik tudi tistih delnic, ki niso bile prodane pri notranji razdelitvi ter pri odkupu s strani zaposlenih. Rems, *zgoraj* op. 279.

²⁸⁶ Rems, *zgoraj* op. 279.

²⁸⁷ Uvalic, *zgoraj* op. 267 na 278.

²⁸⁸ Id. na 295.

²⁸⁹ Rems, *zgoraj* op. 279.

meznim delničarjem razpršitev njihovih investicij ter prevzeti vlogo aktivnih delničarjev v korporacijskem upravljanju.²⁹⁰ Strokovna usposobljenost menedžerjev družb za upravljanje naj bi zagotovila pozitiven zunanji vpliv na korporacijsko sprejemanje odločitev.²⁹¹

Do marca 1995 je 23 pooblaščenih družb za upravljanje²⁹² ustanovilo 40 pooblaščenih investicijskih družb. Pooblaščne družbe za upravljanje so do marca 1995 zbrale 40 odstotkov certifikatov, ki so bili izdani slovenskim državljanom.²⁹³ Od takrat je prišlo do pomembne koncentracije lastništva delnic v omejenem številu PID-ov, posebno tistih, ki so bili v lasti bank in zavarovalnic.²⁹⁴ Banke in zavarovalnice prek pooblaščenih družb za upravljanje nadzorujejo več kot 73 odstotkov vsega premoženja PID-ov.²⁹⁵ Banke in zavarovalnice so namreč glavni ustanovitelji velikih in srednje velikih PID-ov, medtem ko so posamezniki in nefinančna podjetja ustanovitelji majhnih PID-ov.²⁹⁶ Četudi pooblaščne družbe za

²⁹⁰Id. na 73, 79.

²⁹¹Id. na 79.

²⁹²Uvalic, *zgoraj* op. 267, na 296.

²⁹³Id.

²⁹⁴Id. (Na žalost imajo PID-i izkušnje tudi s kartelnim obnašanjem).

²⁹⁵Rems, *zgoraj* op. 279, na 81–2 (62 % s strani bank in 17 % s strani zavarovalnic).

²⁹⁶Id. na 82–3. Pooblaščne investicijske družbe (v nad. PID-i) so bile vključene v privatizacijsko shemo z namenom zagotoviti zunanjim delničarjem aktivno vlogo v korporacijskem upravljanju. Vendar pa so se PID-i morali soočiti tudi s svojimi upravljaljskimi težavami. Delničarji PID-ov so bili v slabšem položaju zaradi dolgoročnih pogodb o upravljanju, ki so jih PID-i imeli sklenjene z družbami za upravljanje (v nad. DZU), zaradi zelo visokih nagrad, ki so pripadale DZU-jem ter zaradi zamud pri uvrstitvi delnic PID-ov na borzo. Andreja Bohm, *The Governance of Privatization Funds with Special Reference to the Role of the Supervisory board*, v *The Governance of Privatization Funds: Experiences of Czech Republic, Poland and Slovenia* 119, 121, 135 (Marko Simoneti, Saul Estrin and Andreja Bohm eds. 1999); Bozo Jasovic, *Management Companies and Issues of Privatization Funds*. Dolgoročne pogodbe o upravljanju so zmanjšale konkurenco med DZU-ji, kar se je izrazilo v visokih nagradah menedžerjev. Te pogodbe o upravljanju so praviloma vsebovale slabo oblikovane določbe o prenehanju pogodbe, visoke pogodbene kazni za primer kršitve pogodbe, kot pogoj za prenehanje pogodbe pa je bilo velikokrat določeno predhodno glasovanje delničarjev. Bohm, *zgoraj* op. 296 na 115. Nagrade menedžerjev so bile visoke v primerjavi z nagradami v zahodnoevropskih investicijskih družbah in DZU-jev niso spodbujale k boljšemu poslovanju. Id. na 122; Jasovic, *zgoraj* op. 296 na 112, 114–5. Nagrade so bile določene v fiksnih zneskih, ki so temeljili na računovodskih vrednostih, ki so pogosto močno presegle vrednost delnic, katero so dejansko upravljali. Bohm, *zgoraj* op. 296, na 114–5. Še več, PID-i so zadrževali uvrstitev svojih delnic na borzo, saj niso želeli da bi bile njihove delnice podcenjene. Do podcenjenosti njihovih delnic bi lahko prišlo, ker jim ne bi uspelo zamenjati vseh certifikatov, ki so jim jih zaupali državljani v delnice podjetij. Jasovic, *zgoraj* op. na 296 na 111–2. Ta problem je bil označen kot »privatizacijska luknja«, nanaša pa se na pomanjkanje premoženja, ki naj bi ga država zagotovila za zamenjavo certifikatov, ki so jih imeli PID-i. Id. na 112. Delničarji PID-ov, ki niso bili uvrščeni na borzo, so svoje delnice lahko za-

upravljanje ne bodo izvajale drugih aktivnosti kot zgolj upravljale PID-e, pa lahko finančne institucije, kot so banke in zavarovalnice, ustanavljajo družbe za upravljanje.²⁹⁷ Banke in zavarovalnice, ki obvladujejo PID-e, imajo interes zagotavljati kredite in zavarovanja korporacijam, katerih delnice imajo PID-i. Dvojna vloga bank, ki na eni strani nadzorujejo korporacije z izvajanjem svojih glasovalnih pravic kot delničarji na skupščini, na drugi pa tem istim korporacijam zagotavljajo kredite, je podobna tradicionalni vlogi nemških bank v nemških korporacijah.

Kot je bilo že omenjeno, je bila aktivna udeležba PID-ov v korporacijah, v katerih imajo delnice, eden od ciljev privatizacijskega procesa. PID-i naj bi spodbudili prestrukturiranje korporacij.²⁹⁸ Eden od opazovalcev tega procesa pravi, da PID-i v podjetjih, kjer so imeli delnice v obdobju 1995–1996,²⁹⁹ niso bili vključeni v prestrukturiranje in so praviloma sodelovali pri upravljanju korporacij z glasovanjem na skupščini in ne prek predstavnikov v nadzornem svetu.³⁰⁰ Večji skladi so bili pri nadzoru bolj aktivni.³⁰¹ Večji PID-i so investirali 20 odstotkov svojega premoženja v kontrolne deleže v korporacijah.³⁰² Poleg tega so imeli predstav-

konito prodali na sivem trgu, a z velikimi popusti. Id. na 112, 132; Rems, *zgoraj* op. 279 na 79. Čeprav so delnice PID-ov sedaj že uvrščene na borzo, nekateri od teh problemov še vedno obstajajo. Rešiti bi jih bilo mogoče z vsakoletnim obnavljanjem pogodb o upravljanju (Bohm, *zgoraj* op. 296 na 121; Jasovic, *zgoraj* op. 296 na 117), s prepovedjo pogodbenih kazni zaradi predčasnega odstopa od pogodbe o upravljanju, z uvedbo sistema nagrajevanja, ki bi temeljil na uspešnosti poslovanja ter z dopustitvijo predčasnega prenehanja pogodbe na željo posamezne stranke. Id. na 117–18.

PID-e pestijo tudi strukturne težave. DZU-ji so v PID-ih, ki jih upravljajo, utrdili svoje položaje. Id. na 117. Lastniki DZU-jev sodelujejo v nadzornih svetih PID-ov, ki naj bi nadzorovali pogodbe o upravljanju. Bohm, *zgoraj* op. 296 na 115; Jasovic, *zgoraj* op. 296 na 109. DZU-ji pogosto hkrati izberejo kandidate nadzornih svetov PID-ov (Bohm, *zgoraj* op. 296, na 124–25; Jasovic, *zgoraj* op. 296 na 110) in nastopajo kot pooblaščenca delničarjev teh PID-ov. Bohm, *zgoraj* op. 296 na 124; Jasovic, *zgoraj* op. 296 na 107–8. Te težave bi bilo mogoče odpraviti z uvedbo neodvisnih članov nadzornih svetov PID-ov, z oblikovanjem neodvisnih komitejev za imenovanje članov nadzornih svetov, z določbo, ki bi DZU-jem onemogočala sprejemanje pooblastil delničarjev PID-ov za glasovanje na skupščini ter s strožjimi pravili o razkritju delničarjem PID-ov. Na podlagi takšnih sprememb omejitve dovoljenega deleža lastništva v posameznem PID-u ne bi neugodno vplivale na njegovo korporacijsko upravljanje in bi celo ohranile določeno stopnjo razpršenosti lastništva delnic med prebivalci Slovenije. Razmisliti bi bilo treba tudi o ureditvi, ki bi investicijskim družbam prepovedovala nakup deležev drugih investicijskih družb brez predhodnega dovoljenja.

²⁹⁷ Rems, *zgoraj* op. 279 na 82.

²⁹⁸ Id. na 88.

²⁹⁹ Id.

³⁰⁰ Id. na 87.

³⁰¹ Bohm, *zgoraj* op. 296 na 120.

³⁰² Rems, *zgoraj* op. 279 na 86.

nike v eni četrtini nadzornih svetov korporacij, ki so bile v njihovih portfeljih.³⁰³

V zadnjem času je mogoče opaziti, da so institucionalni investitorji slovenskih korporacij, med katere štejemo državne sklade – Pokojninski in Odškodninski sklad ter Sklad za razvoj (slednji je bil spremenjen v Slovensko razvojno družbo) – pa tudi PID-i pogosto tudi pretirano dejavni pri upravljanju korporacij, v katerih imajo deleže.

»Institucije postajajo vedno bolj napadalne v smislu vmešavanja v vsakodnevne poslovne odločitve uprave. Aktivno sodelujejo na skupščinah delničarjev, izbirajo člane nadzornega sveta, de facto nadzirajo izbiro članov uprave ter izvajajo različne neformalne pritiske na poslovne odločitve uprave.«³⁰⁴

Poleg tega »je postala vsakdanja praksa, da veliki lastniki vstopajo v neformalne delničarske sporazume«.³⁰⁵ K tem sporazumom ponavadi ne pristopijo manjšinski in delavski delničarji teh podjetij. Slovensko pravo ne postavlja omejitev glede vsebine delničarskih sporazumov ter ne zahteva, da bi bilo za njihovo veljavnost potrebno soglasje vseh delničarjev.³⁰⁶ Zaradi tega si, v nasprotju z večino ameriških zveznih držav, delničarji javnih korporacij s sporazumi lahko direktno prisvojijo funkcije zakonito izvoljene uprave.

V korporacijah je prisoten znaten politični vpliv. Institucionalni investitorji so pogosto v lasti države ali močno podrejeni političnim interesom.³⁰⁷ Ponavadi je na primer znano, s katero politično stranko je povezana posamezna pooblaščenca investicijska družba.³⁰⁸

Slovenske korporacije so delovale v negotovem in težavnem političnem in gospodarskem okolju.³⁰⁹ Demokratizacija je prispevala k razvoju večstranskega političnega sistema, liberalizaciji tržnih odnosov, vključno s povečanjem uvoza in izvoza ter privatizacijo. Poleg tega se je s propadom Sovjetske zveze zmanjšalo povpraševanje po produktih.³¹⁰ Izbruh etničnih konfliktov je povzročil izgubo dobaviteljev, potrošnikov, tovarn in drugega premoženja. Na ravni upravljanja korporacij je pravni sistem skušal uveljaviti sodelovanje zaposlenih in to uravnotežiti s sodelovanjem zunanjih delničarjev. Obenem pa je poskušal ohraniti prostor za diskrecijo menedžmenta pri izvajanju vsakodnevnih poslovnih odločitev.

³⁰³Id. na 89.

³⁰⁴Rado Bohinc & Steven M. Bainbridge, *Corporate Governance in Post-Privatized Slovenia* 11 (rokopis hrani avtorica).

³⁰⁵Id.

³⁰⁶Rado Bohinc (e-mail hrani avtorica).

³⁰⁷Id.

³⁰⁸Id.

³⁰⁹Whitely, *zgoraj* op. 265 na 224.

³¹⁰Id.

Slovenski dvotirni sistem

Slovenski zakon o gospodarskih družbah, sprejet maja 1993 in večkrat dopolnjen, uveljavlja dvotirni sistem upravljanja javnih korporacij.³¹¹ Dvotirni sistem loči funkcijo nadzora in funkcijo vodenja. Zagotovljeni so sodelovanje zaposlenih in delničarjev v nadzornem svetu, glasovalna pravica delničarja ter kolegijsko odločanje na ravni uprave.

Sodelovanje zaposlenih. Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju (v nadaljevanju: ZSDU)³¹² ureja sodelovanje delavcev v nadzornem svetu. V podjetjih, ki imajo več kot 1000 zaposlenih, morajo najmanj polovico članov nadzornega sveta izvoliti delavski sveti.³¹³ V nasprotju z nemškimi pravom delničarji nimajo odločilnega glasu pri izvolitvi predsednika nadzornega sveta, ki ima lahko v primeru neodločenega izida med predstavniki delničarjev in zaposlenih pri glasovanju odločilen glas. ZSDU³¹⁴ določa, da je član uprave tudi delavski direktor, ki skrbi za interese delavcev.

Delničarji. Preostale člane nadzornega sveta, ki zastopajo interese delničarjev, voli skupščina delničarjev³¹⁵ za obdobje največ štirih let.³¹⁶ Delničarji lahko odpokličejo svojega člana nadzornega sveta s tričetrtinsko večino oddanih glasov.³¹⁷ Skupščina delničarjev ima pristojnosti pri sprejemanju letnega poročila in delitvi dobička,³¹⁸ pri imenovanju revizorja³¹⁹ ter pri temeljnih korporacijskih spremembah, kot so sprememba osnovnega kapitala, spremembe statuta, odločanje o združitvah in prenehanju korporacije.³²⁰ Na zahtevo uprave lahko delničarji preglasujejo določene odločitve nadzornega sveta s tričetrtinsko večino glasov.³²¹

³¹¹ Uradni list RS, št. 30/93, 29/94, 82/94, 20/98, 84/98 in 6/99 (v nad. zakon o gospodarskih družbah). Družbe, ki izpolnjujejo enega ali več navedenih pogojev, morajo obvezno imeti nadzorni svet in upravo: če ima več kot 100 imenskih delničarjev, če ima povprečno letno število zaposlenih večje od 500, če so njene delnice uvrščene na borzo ali če njen osnovni kapital dosega 300 milijonov SIT.

³¹² Id. št. 30/93.

³¹³ V družbah z manj kot 1000 zaposlenimi je tretjina članov nadzornega sveta izvoljenih s strani delavskih svetov.

³¹⁴ Uradni list RS, št. 42/93.

³¹⁵ Zakon o gospodarskih družbah, *zgoraj* op. 311, člen 264.

³¹⁶ Id. člen 265 (člani so lahko ponovno izvoljeni).

³¹⁷ Id. člen 266. Določila statuta lahko določajo večji odstotek potrebnih glasov ali druge zahteve. Id. Sodišče ob obstoju »utemeljenih razlogov« lahko odpokliče člana nadzornega sveta, kadar to zahteva nadzorni svet ali delničarji, katerih delnice pomenijo najmanj 10 odstotkov osnovnega kapitala družbe. Id. člen 267(2).

³¹⁸ Id. člen 282(1) (na predlog uprave »na podlagi mnjenja nadzornega sveta«).

³¹⁹ Id.

³²⁰ Id.

³²¹ Id. člen 264 (4).

Nadzorni svet. Statut razmejuje posamezne pristojnosti nadzornega sveta in uprave. Nadzorni svet je dolžan nadzorovati »vodenje poslov družbe«. ³²² Član nadzornega sveta ne more biti sočasno tudi član uprave. ³²³ Nadzorni svet izvaja svoj nadzor z imenovanjem članov in predsednika uprave za obdobje največ 5 let. ³²⁴ Nadzorni svet lahko odpokliče člana uprave, kadar ugotovi, da »huje krši obveznosti« ali da »ni sposoben voditi poslov«. ³²⁵

Nadzorni svet mora odobriti opravljanje poslov članom uprave, katerih izvrševanje bi lahko pomenilo konflikt interesov. ³²⁶ Prav tako mora nadzorni svet odobriti korporacijska posojila članom uprave ³²⁷ in članom nadzornega sveta ³²⁸ ter ima pristojnost sklicati skupščino delničarjev. ³²⁹ Vodenje poslov se ne more prenesti na nadzorni svet, statut ali nadzorni svet pa lahko določita, da se smejo določene vrste poslov opravljati le s soglasjem nadzornega sveta. ³³⁰ Če nadzorni svet zavrne soglasje, lahko uprava zahteva, da o zadevi odloči skupščina delničarjev. ³³¹ Za izdajo tovrstnega soglasja je potrebna večina najmanj treh četrtin oddanih glasov delničarjev. ³³²

Nadzorni svet lahko izvaja nadzor s pregledovanjem oz. preverjanjem letnih poročil ter s podajanjem mnenj glede določenih zadev delničarjem. Nadzorni svet ima pravico pregledovati dokumentacijo in knjige družbe ³³³ in pravico do prejema poročil uprave o poslovni politiki, donosnosti družbe ter poslih, ki lahko pomembno vplivajo na donosnost in plačilno sposobnost družbe. ³³⁴ Zahtevati sme tudi dodatna poročila uprave glede poslovanja družbe. ³³⁵ Uprava je dolžna predložiti predlog letnega poročila nadzornemu svetu, še preden se obravnava na skupšči-

³²² Id. člen 274 (1).

³²³ Id. člen 263. Nadzorni svet lahko imenuje enega svojih članov za nemestnike manjkajočih ali zadržanih članov uprave za obdobje največ enega leta. Id. člen 268. Člani nadzornega sveta ne smejo delovati kot člani tega organa, medtem ko delujejo kot namestniki članov uprave. Id.

³²⁴ Id. člen 250(1).

³²⁵ Id. Če je člen uprave odpoklican »brez utemeljenega razloga«, ima odpoklicani pravico do odpravnine skladno z zakonskimi določbami. Id. člen 250(2).

³²⁶ Id. člen 254.

³²⁷ Id. člen 255.

³²⁸ Id. člen 278.

³²⁹ Id. člen 274(3).

³³⁰ Id. člen 274(4).

³³¹ Id. člen 274(4).

³³² Id.

³³³ Id. člen 274(2).

³³⁴ Id. člen 256(1).

³³⁵ Id. člen 256 (2), 256(4).

ni.³³⁶ Nadzorni svet mora podati svoje mnenje glede delitve dobička³³⁷ ter glede predloga letnega poročila.³³⁸ Vsa poročila morajo ustrezati načelu vestnosti in verodostojnosti.³³⁹

Kar se tiče sestave in postopka, mora imeti nadzorni svet najmanj tri člane,³⁴⁰ v praksi ima v večjih gospodarskih družbah od tri pa do petnajst članov.³⁴¹ Med svojimi člani mora izvoliti predsednika in najmanj enega namestnika.³⁴² Nadzorni svet mora biti praviloma sklican vsaj enkrat v četrtletju, obvezno pa enkrat v polletju.³⁴³ Dva člana nadzornega sveta ali uprave lahko skličeta sestanek nadzornega sveta s predloženim dnevnim redom.³⁴⁴ Praviloma polovica članov nadzornega sveta predstavlja kvorum,³⁴⁵ za sprejem odločitve pa je potrebna večina glasov.³⁴⁶ Člani nadzornega sveta lahko glasujejo tudi po pooblaščencu.³⁴⁷

Nadzorni svet lahko imenuje komisije »zlasti z namenom, da pripravljajo predloge sklepov ter skrbijo za njihovo izvršitev«. ³⁴⁸ Komisija ne more odločati o vprašanjih, ki so »v pristojnosti nadzornega sveta«. ³⁴⁹

Plačilo članom nadzornega sveta je določeno s statutom ali ga določi skupščina.³⁵⁰ Druge pogodbe med članom nadzornega sveta in družbo mora odobriti nadzorni svet,³⁵¹ pri čemer član nadzornega sveta ne sodeluje pri odločanju o zadevi, ki se nanaša nanj.³⁵² Predsednik nadzornega sveta zastopa družbo proti članom uprave.³⁵³

³³⁶ Id. člen 256(3).

³³⁷ Id. člen 282(1).

³³⁸ Id. člen 256 (3).

³³⁹ Id. člen 256(5).

³⁴⁰ Id. člen 262(1). Število članov nadzornega sveta in njegovo sestavo določa statut skladno z zakonom. Id. člen 262(2)

³⁴¹ Rado Bohinc (e-mail hrani avtorica).

³⁴² Id. člen 270(1).

³⁴³ Id. člen 273(3).

³⁴⁴ Id. člen 273(2). Gre za postopek, kadar predsednik nadzornega sveta ne skliče seje sveta na zahtevo člana uprave ali člana nadzornega sveta v roku dveh tednov. Id. 273(1).

³⁴⁵ Id. člen 271(1) Razen če je drugače določeno s statutom.

³⁴⁶ Id. člen 271(3) Ta določba se razlaga kot večina članov, prisotnih na seji.

³⁴⁷ Id. člen 271(1) Člani se lahko udeležijo sklepanja tudi tako, da izročijo pisne glasovnice.

³⁴⁸ Id. člen 270 (3).

³⁴⁹ Id.

³⁵⁰ Id. člen 276.

³⁵¹ Id. člen 277.

³⁵² Id. člen 271(4).

³⁵³ Id. člen 275.

Uprava. Uprava ima enega ali več članov³⁵⁴ ter predsednika, ki ga imenuje nadzorni svet.³⁵⁵ Odločitve uprave iz njene pristojnosti sprejemajo vsi člani soglasno,³⁵⁶ razen če statut določi drugačen način odločanja.³⁵⁷ Vsak član uprave ima en glas,³⁵⁸ statut pa ne sme odločiti, da pri različnih mnenjih glas določenega člana prevlada nad večino.³⁵⁹ V primeru enakega števila glasov je odločilen glas predsednika uprave (to je mogoče le v primeru, ko statut predpisuje večinsko in ne soglasno sprejemanje odločitev).³⁶⁰ Uprava kot celota predstavlja družbo proti tretjim osebam, razen če je drugače določeno s statutom ali sklepom skupščine.³⁶¹

Relacijski nadzor v dvotirnem sistemu

Pomembno vlogo v dvotirnem sistemu ima relacijski nadzor, ki se nanaša na nadzor ciljev korporacije. Ti so izraženi in uveljavljeni z izbiro korporacijske politike in prakse. Relacijski nadzor omogoča korporaciji dostop do koristnih podatkov in virov, pospešuje povezovanje z zunanjimi zaniteresiranimi subjekti ter zagotavlja legitimnost in podporo korporacijskemu delovanju.

Slovenski nadzorni svet naj bi izvajal pomembne funkcije relacijskega nadzora. Sestavljen je iz velikih delničarjev, ki so predstavniki države, in politično aktivnih investicijskih družb.³⁶² Slovenski nadzorni svet zagotavlja tudi povezavo med delom in kapitalom s prisotnostjo predstavnikov zaposlenih v nadzornem svetu. Relacijsko vlogo nadzornega sveta izvorno najdemo v nadzornem svetu v Nemčiji. Zgodovinsko je nemški nadzorni svet nastal kot nekakšen zunanji odbor, ki naj bi »v podjetje vključil poleg lastnikov tudi druge subjekte«.³⁶³ Nadzorni svet je nadomestil »državno koncesijo in trajen državni nadzor«, katera so opusti-

³⁵⁴ Id. člen 246(2) V primeru, da družba nima nadzornega sveta, mora imeti uprava najmanj tri člane.

³⁵⁵ Id. člen 246(3) Predsednik mora biti imenovan, če ima uprava več članov. Menim, da je to določbo treba interpretirati tako, da je nadzorni svet tisti, ki je pristojen za imenovanje predsednika.

³⁵⁶ Id. člen 247(1).

³⁵⁷ Id. člen 247(2).

³⁵⁸ Id. člen 247(3).

³⁵⁹ Id. člen 247(4).

³⁶⁰ Id. člen 247(4) Razen če določbe statuta drugače določajo.

³⁶¹ Id. člen 248.

³⁶² V Nemčiji imajo banke pomembno vlogo v korporacijskem upravljanju, predvsem zaradi svoje pravice glasovanja z delnicami, ki jih posedujejo za druge ter do določene mere zaradi svoje vloge pri financiranju korporacij. Charkham, *zgoraj* op. 261.

³⁶³ Id.

li.³⁶⁴ Nadzorni svet naj bi igral javno vlogo povezovanja korporacije z njenim družbenim okoljem. Kot je bilo že poudarjeno, tudi odbori v ZDA opravljajo javno vlogo, in sicer kot stičišče korporacijske odgovornosti, vendar pa je skladno s pravno doktrino njihov glavni namen varovanje zasebne lastnine delničarjev.

Glede relacijske vloge nadzornega sveta, ki se tiče zaposlenih, je jasno, da je soodločanje zaposlenih v korist delovnim odnosom. Značilnosti tega sistema so socialni mir z manjšo verjetnostjo stavk.³⁶⁵ Informacijsko in posvetovalno vlogo nadzornega sveta³⁶⁶ zagotavljajo predstavniki zaposlenih, ki služijo kot sistem zgodnjega opozarjanja na delavske konflikte ter sodelujejo pri kolektivnem kriznem menedžmentu.³⁶⁷ Pomembno vlogo igrajo tudi delavski sveti, ki so notranje korporacijske strukture, sestavljene iz predstavnikov delavcev z različnimi informacijskimi in svetovalnimi pravicami ter pravico soodločanja. Delavski sveti za zaposlene so bolj pomembni v vsakodnevem življenju, predstavniki zaposlenih v nadzornem svetu pa igrajo pomembno sistemsko vlogo za delavce, s čimer se vsaj simbolično zagotavlja funkcija utrjevanja odnosov med delavci in upravo. Tako nadzorni svet opravlja pomembno funkcijo, saj družbam omogoča vzpostavljanje odnosov z večjimi deležniki.

Menedžerski nadzor v dvotirnem sistemu

Poleg funkcije relacijskega nadzora dvotirni sistem pozna tudi menedžerski nadzor. Menedžerski nadzor naj bi zagotovil, da člani uprave svoje naloge opravljajo profesionalno, to pa pomeni učinkovitost pri oblikovanju in izvrševanju korporacijskih politik. Menedžerji morajo ravnati v najboljšem interesu korporacije tako, da interesi korporacije prevladajo nad osebnimi interesi posameznih članov uprave.

Empirični rezultati glede menedžerskega nadzora

Težko je z gotovostjo trditi, ali je dvotirni sistem bolj ali manj uspešen pri menedžerskem nadzoru kot enotirni sistem. Nemški dvotirni sistem še ni bil sistematično obravnavan. Dokazi o njegovih pozitivnih in negativnih učinkih na menedžerski nadzor so velikokrat nezanesljivi in zgolj v obliki domnev, ki temeljijo na teoretičnem pristopu in ne na dejanskih podatkih o delovanju.

Edina sistematična študija, ki se je ukvarjala s primerjavo ameriškega

³⁶⁴ Klaus J. Hopt, *Labor Representation on Corporate Boards: Impacts and Problems for Corporate Governance and Economic Integration in Europe*, 14 Intl. Rev. of L. & Econ. 6 (1994).

³⁶⁵ Pistor, *zgoraj* op. 262, na 188.

³⁶⁶ Hopt, *zgoraj* op. 364, na 205 (poudarja pomembnost posvetovalne funkcije).

³⁶⁷ Id. na 10.

in nemškega sistema s perspektive menedžerskega nadzora, je prišla do ugotovitev, da sta z vidika celote oba sistema enako učinkovita.³⁶⁸ Ta študija je primerjala fluktuacijo članov uprave in nadzornega sveta s finančno uspešnostjo velikih nemških in ameriških korporacij v 80. letih. Stopnja fluktuacije je v Nemčiji podobno kot v ZDA povezana s trenutnimi zaslužki in donosnostjo delnic.³⁶⁹ Zato je verjetnost zamenjave vodilnega menedžmenta zaradi nizke donosnosti delnic ali korporacijske izgube v obeh državah primerljiva. Ta študija je tudi ugotovila, da nemški sistem ne utrjuje položaja »menedžerjev na račun delničarjev na očiten način«.³⁷⁰

Namen naslednje razprave ni dokazovanje večvrednosti katerega od sistemov. Razprava zgolj raziskuje zmožnosti menedžerskega nadzora v dvotirnem sistemu, ki vključuje delavsko soodločanje³⁷¹ in daje predloge za izboljšanje te zmožnosti brez neupravičenih posegov v učinkovit relacijski nadzor dvotirnega sistema.³⁷² Posebna pozornost je posvečena nemškemu dvotirnemu sistemu, na katerem temelji slovenski sistem. Naslednje poglavje raziskuje dve dimenziji te strukture, ki ugodno vplivata na sposobnost menedžerskega nadzora v dvotirnem sistemu. Ti dve še neraziskani dimenziji sta povezani z vlogo dvotirne strukture pri izravnavanju korporacijske hierarhije (*leveling hierarchy*).

Menedžerski nadzor s pomočjo izravnavanja korporacijske hierarhije

Vloga dvotirnega sistema pri omogočanju delavskega nadzora menedžerjev

Zakonska ločitev upravljanja od nadzora omogoča zaposlenim aktivno vlogo v menedžerskem nadzoru. Dvotirna struktura odbora omogoča so-

³⁶⁸ Steven N. Kaplan, *Top Executives, Turnover and Firm Performance*, 10(1) J L., Econ. & Organ. 142 (1994).

³⁶⁹ Id. na 149, 158.

³⁷⁰ Id. na 150–51, 158.

³⁷¹ Podatki neke študije kažejo, »da zakoni o soodločanju zaposlenih negativno vplivajo na produktivnost, vendar pa delitev po dobičku (*profit sharing*), delavsko delničarstvo (*worker ownership*) in sodelovanje delavcev pri sprejemanju odločitev pozitivno vplivajo na produktivnost.« Chris Doucouliagos, *Worker Participation and Productivity in Labor-Managed and Participatory Capitalist Firms: A Meta-Analysis*, 49 Ind. & Lab. Rel. Rev. 58 (1995). Avtorji nedavnega povzetka empiričnih študij o različnih metodah merjenja finančne uspešnosti ugotavljajo, da soodločanje nima ne negativnega ne pozitivnega vpliva na uspešnost poslovanja podjetja v primerjavi s podjetji, kjer postopkov soodločanja ni ter da ima večina študij številne metodološke pomanjkljivosti. Theodor Baums & Bernd Frick, *The Market Value of Codetermined Firms, v Employees and Corporate Governance* 210, 232 (Margaret M. Blair & Mark J. Roe 1999).

³⁷² Obstaja kar precej primerjalne literature o učinkih različne lastniške strukture na korporacijsko upravljanje. Obsežno so bile obdelane tako prednosti in slabosti koncentriranega v primerjavi z razpršenim lastništvom v ameriškem, nemškem in japonskem sistemu, kot tudi učinki državnega lastništva v korporacijah. Ta vprašanja so pomembna tudi za korporacijsko upravljanja v Sloveniji, vendar presega-jan namen tega dela, ki se osredotoča zgolj na dvotirno strukturo korporacije.

delovanje zaposlenih s pomočjo izravnavanja hierarhije, ki bi sicer obstajala med nadzornim svetom in upravo. Nadzorni svet nima pristojnosti voditi korporacijo, zato pooblastila menedžerjev pri izvrševanju politike v razmerju do posameznega zaposlenega niso omejena. Sočasno imajo zaposleni prek predstavnikov v nadzornem svetu možnost vplivati na korporacijsko politiko. Struktura nadzornega sveta obenem tudi dopušča enako zastopanje delničarjev ter zastopanje različnih interesov zaposlenih v upravi, prek nižjih organov zaposlenih ter prek sindikatov. Struktura in sestava nadzornega sveta omogočata vpliv zaposlenih, hkrati pa zagotavljata sfero za diskrecijsko odločanje menedžmenta in uveljavljanje delničarskih interesov.

Predstavniki zaposlenih v nadzornem svetu se glede zmožnosti menedžerskega nadzora pogosto primerjajo z zunanjimi direktorji.³⁷³ Obravnavali smo že šest dejavnikov, ki zmanjšujejo objektivnost članov ameriškega direktorskega odbora: pristranost pri izbiri (sodelovanje menedžmenta v postopku izbire članov odbora), informacijska odvisnost (odvisnost članov odbora od menedžerjev glede informacij), strukturna pristranost (skupinska dinamika, ki vodi v konformnost članov direktorskega odbora in popuščanje izvršilnim uradnikom kot vodilnim organom), časovna omejenost mandata članov odbora, vprašanja strokovnega znanja ter spodbude na strani članov direktorskega odbora k učinkovitejšemu menedžerskemu nadzoru. Ob upoštevanju teh dejavnikov lahko ugotovimo, da predstavniki delavcev v nadzornem svetu nimajo enakih zmožnosti za menedžerski nadzor kot neodvisni direktorji.

Večina predstavnikov zaposlenih v nadzornem svetu je izbranih s strani delavcev, ki so na lestvici zaposlenih uvrščeni nižje, ali s strani delavskih svetov, ki so sestavljeni iz predstavnikov delavcev. V nasprotju z zunanjimi direktorji delavski predstavniki nimajo občutka, da delo opravljajo na željo glavnega izvršilnega uradnika. Zaradi tega ni prisoten problem pristranske izbire. Predstavniki zaposlenih imajo pomemben dostop do informacij, ki se nanašajo na delovanje korporacije³⁷⁴ in lahko pritegnejo strokovna znanja številnih zaposlenih z različnih področij. Delavski predstavniki niso tako zelo odvisni od menedžerjev glede informacij, kot to velja za zunanje direktorje v ameriških korporacijah. Glede vprašanja socialne dinamike predstavniki zaposlenih prihajajo iz drugač-

³⁷³ Comment, *Broadening the Board: Labor Participation in Corporate Governance*, 34 SW.L.J. 963, 979–80 (1980) (v nad. *Broadening the Board*); *Employee Codetermination: Origins in Germany, Present Practices in Europe, and Applicability to the States*, 14 Harv.J. on Legis. 947, 993–95 (1997); *An Economic and legal Analysis of Union Representation on Corporate Boards of Directors*, 130 U. Pa.L.Rev. 919, 940–41 (1982) (v nad. *Union Representation*).

³⁷⁴ Markham, *Restrictions on shared Decision-Making Authority in American Business*, 11 Cal.W.L.Rev. 217,251 (1975); Clyde Summers, *Codetermination in the U.S: A Projection of Problems and Potentials*, 4J.Comp.L. & SEC Teg. 155, 175 (1982); Comment, *Broadening the Board*, zgoraj op. 373, na 979–80.

nih družbenoekonomskih okolij kot zunanji direktorji in vodilni menedžerji.³⁷⁵ Poleg tega se bodo redkeje podredili prevladi menedžerjev. Dodatna prednost delavskega predstavnštva v nadzornem svetu je, da se večina predstavnikov delavcev zaradi zaposlitve v korporaciji popolnoma posveča zadevam korporacije,³⁷⁶ saj je dobrobit korporacije njihov vitalni interes.

Strokovno znanje delavskih predstavnikov v nadzornem svetu je ponavadi pomembno vprašanje, ki se nanaša na njihovo sposobnost vključevanja v učinkovit menedžerski nadzor. Ker imajo predstavniki delavcev veliko znanja glede delovnih odnosov, so na tem področju brez dvoma sposobni nadzirati oblikovanje in izvrševanje korporacijskih politik. Nekatere nemške korporacije imajo celo posebne komiteje, ki se ukvarjajo s temi vprašanji.³⁷⁷ Specializacija s pomočjo takšnih komitejev lahko izboljša delovanje nadzornega sveta.³⁷⁸ Poleg tega pozitiven učinek skupinskega delovanja strokovnjakov na eni in začetnikov na drugi strani kaže na to, da sodelovanje manj informiranih članov z bolj usposobljenimi pri določenih vprašanjih izboljšuje postopke odločanja.³⁷⁹

Kadar bi se med predstavniki zaposlenih pojavil problem nezadostnega strokovnega znanja, bi nadzorni sveti v slovenskih korporacijah morali posvetiti več pozornosti izobraževalnim programom za svoje člane. Zaradi spreminjajočega se gospodarskega okolja morajo biti prednostne naloge slovenskih korporacij usposabljanje članov nadzornih svetov in uprav. Vendar pa se zdi, da imajo slovenski delavski predstavniki zaradi zgodovine samoupravljanja pri poslovnih zadevah več izkušenj kot njihovi nemški kolegi.

Zanimivo je opazovati, da razvoj pravnih pravil v ZDA uveljavlja fleksibilnost strokovnih pogojev za direktorje. Ameriško združenje pravnikov (*American Bar Association*) je v zadnji revidirani verziji Vzorčnega zakona o poslovnih korporacijah (*Model Business Corporation Act*) zavrnilo uporabo besede »strokovno znanje« (*»skill«*) za opredelitev potrebne skrbnosti direktorjev, saj »tehnične sposobnosti na posameznem področju ne smejo biti pogoj za položaj direktorja«.³⁸⁰ Vzorčni zakon zahteva, da imajo direktorji podlago, ki je potrebna za uporabo »zdrave pameti, praktičnih izkušenj in informirano presojo«, ne daje pa podrobnejših navodil.³⁸¹ V nadaljevanju vzorčni zakon poudarja, da direktorji delujejo

³⁷⁵ Union Representation, *zgoraj* op. 373, na 919, 939.

³⁷⁶ Id. na 941.

³⁷⁷ Germany, 1996, The Spencer Stuart Board Index 13–14.

³⁷⁸ Bilimoria & Kristin, *zgoraj* op. 68 (študija navaja, da »delegacija upravljalških pristojnosti na komiteje olajšuje učinkovito delovanje nadzornega sveta in korporacije«).

³⁷⁹ Glej opombe k tekstu 211 in 212.

³⁸⁰ Revised Model Business Corporation Act Section 8.30 (Official Comment).

³⁸¹ Id.

skupno ter da naj se delovanje direktorskega odbora obravnava kot celota. Poleg tega se direktorji lahko v dobri veri pri sprejemanju odločitev zanašajo na strokovno znanje drugih direktorjev, zaposlenih ter drugih oseb.³⁸²

Če upoštevamo nadzorne zmožnosti nadzornega sveta kot celote, prisotnost delavskih predstavnikov v nadzornem svetu povečuje učinkovitost menedžerskega nadzora. Predstavniki delavcev glede informacij niso odvisni od menedžementa ter zagotavljajo vodstvu dodatni vir informacij glede poslovanja korporacije. Delavski predstavniki niso v senci menedžerjev, imajo pomemben premoženjski interes v korporaciji ter korporacijskim zadevam posvečajo veliko časa. Imajo tudi posebne interese v korporacijski politiki zaposlovanja. Zato dvotirna struktura korporacije poleg relacijskega nadzora omogoča delavskim predstavnikom tudi menedžerski nadzor.

Prispevek kolegijskega načina odločanja k menedžerskemu nadzoru v dvotirnem sistemu

Dvotirna struktura korporacije omogoča upravi skupni nadzor nad delom menedžmenta. Uprava je v nemških korporacijah navadno sestavljena iz »približno sedmih vodilnih izvršilnih uradnikov«.³⁸³ To izravnavanje vodstvene strukture pomeni, da je predsednik uprave v Nemčiji »prvi med enakimi in ne prvi med manj pomembnimi, kar ponavadi velja za glavnega izvršilnega uradnika v ZDA«.³⁸⁴ Seveda med korporacijami glede tega obstajajo razlike, nekatere med njimi imajo tudi zelo močnega predsednika uprave. Vseeno pa ima ta sistem veliko prednosti. Izravnavanje znotraj hierarhije lahko povzroči večjo odgovornost. Obstaja manjša možnost, da bi dominanten posameznik postal prepričan o svoji nedotakljivosti. Ali kot pravi eden od avtorjev: »Težava z dominantnimi osebami je v njihovi povečani nagnjenosti, da s potekom časa vedno manj poslušajo, so vedno bolj prepričani sami vase in zaradi tega delajo hude napake.«³⁸⁵ Takšnih primerov je v nemških korporacijah precej manj kot v ameriških.³⁸⁶

Ta avtor tudi opaža, da je »skupinsko vodenje bolj učinkovita pot pri upravljanju velike in kompleksne sodobne korporacije kot zaupanje

³⁸² Id.

³⁸³ Kaplan, *zgoraj* op. 368 na 143; Spencer Stuart European Board Index: Current Board Trends and Practices at Major European Corporations 12 (1999), (v nad. European Board Index).

³⁸⁴ Kaplan, *zgoraj* op. 368 na 147.

³⁸⁵ Charkam, *zgoraj* op. 261, na 361.

³⁸⁶ Id. na 48 (»V Nemčiji je v primerjavi z drugimi gospodarstvi ŠZDA, Velika Britanija in Francija] manj izvršilnih uradnikov, ki bi gospodarske velikane pobesneno vodili v megalomanske tvorbe; glede na uspeh nemškega gospodarstva v zadnjih štidesetih letih, je neobstoj takih lastnosti precej nenavaden«.).

močnemu in karizmatičnemu voditelju«. ³⁸⁷ To ne drži samo zaradi kulta osebnosti. To obliko podpirajo psihološke študije, ki kažejo, da je skupinsko sprejemanje odločitev v negotovih ali nejasnih situacijah boljše kot individualno. ³⁸⁸ Poleg tega osebe, ki imajo podoben družbeni položaj, pogosteje odprejo javno razpravo o nesoglasjih in nasprotujočih si pogledih kot tiste, katerih družbeni položaj se zelo razlikuje. ³⁸⁹ V menedžerskih ekipah, katerih člani so v podobnem družbenem položaju, je pričakovati tudi manj politično obarvanega delovanja. Študija vodilnih menedžerskih ekip v računalniški industriji je pokazala, da je vpliv politike manjši v ekipah, kadar moč ni centralizirana v rokah glavnega izvršilnega uradnika. ³⁹⁰ Za politiko so značilni zakulisno koalicijsko usklajevanje, poslovno lobiranje, prevzem odločanja, prikrivanje informacij ter kontrola poslovanja. Skladno s to študijo politika ustvarja toge komunikacijske ovire, krade dragocen menedžerski čas ter upočasni hitrost sprejemanja odločitev, kar je posebno pomembno v zelo hitrih okoljih. Slovenski zakon o gospodarskih družbah predpisuje enakovreden položaj članov uprave: vsak član uprave ima en glas ³⁹¹ in statut ne sme določiti, da pri različnih mnenjih glas določenega člana ali določenih članov prevlada nad večino. ³⁹² Zato lahko uprava, sestavljena iz visoko usposobljenih strokovnjakov, ki so zavezani fiduciarni dolžnosti in se praviloma sestajajo tedensko, ³⁹³ igra tudi pomembno vlogo pri zagotavljanju učinkovitega sprejemanja odločitev v korporaciji.

Menedžerski nadzor znotraj same uprave ima lahko pomembno vlogo pri zagotavljanju učinkovitega vodenja korporacije, kadar je imenovanje predsednika uprave politično dejanje ali posledica njegovega predhodnega položaja direktorja bivšega državnega podjetja. ³⁹⁴ Ker ima nadzorni svet dolžnost formalnega imenovanja članov uprave, ima možnost spoznati vodilni menedžment, to pa mu omogoči učinkovitejši nadzor menedžmenta. ³⁹⁵

Zaradi zmožnosti menedžerskega nadzora, ki ga lahko izvajata tudi

³⁸⁷ Id. na 361

³⁸⁸ D. Hellriegel, J. Slocum & R. Woodman, *Organizational Behaviour* 228–29, 230 (3. izdaja, 1983); Robert J. Haft, *Business Decisions By the New Board: Behavioral Science and Corporate Law*, 80(1) Mich.L.Rev.1, 9–12 (1981).

³⁸⁹ Kathleen M. Eisenhardt & L.J. Bourgeois III, *Politics of Strategic Decision Making in High-Velocity Environments: Toward a Mid-Range Theory*, 31 (4) Acad.Of.Mgmt.J. 737 (1988).

³⁹⁰ Id.

³⁹¹ Slovenski zakon o gospodarskih družbah, zgoraj op. 311, člen 247(3).

³⁹² Id. člen 247(4).

³⁹³ Charkham, zgoraj op. 261, na 20 (v Nemčiji).

³⁹⁴ Lauren J. Aste, *Reforming French Corporate Governance: A Return to the Two-Tiered Board?* 32 Geo. Wash.J. Intl. L.& Econ. 1 (1999).

³⁹⁵ Cf. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, 88 J. Pol. Econ. 288 (1980).

uprava, bi bilo v Sloveniji koristno razmisliti o odmiku od nemškega sistema, ki dopušča enočlansko upravo. Poleg tega bi bilo treba razmisliti tudi o opustitvi soglasnega glasovanja uprave in ga nadomestiti z nižje zahtevano večino. Zahteva po soglasju povzroča prevelik pritisk na člane uprave glede usklajevanja mnenj, povzroči preveliko kohezijo med člani ter vpliva na dolgotrajno sprejemanje odločitev, posebno v heterogenih menedžerskih ekipah.

Nadaljnja analiza možnosti menedžerskega nadzora v dvotirnem sistemu

Pri oceni zmožnosti menedžerskega nadzora, ki naj bi ga izvajal nadzorni svet, je treba upoštevati še nekatere vidike delovanje nadzornega sveta. Na to zmožnost vplivajo postopek imenovanja in razrešitve članov uprave, velikost nadzornega sveta, pogostost njegovih sej, sestava njegovih komitejev, pristojnosti nadzornega sveta glede določenih vprašanj, dostop nadzornega sveta do informacij, ki zadevajo korporacijo in njeno poslovno okolje, ter sposobnost sistema, da se odziva na spreminjajoče se gospodarske in politične okoliščine. Ta vprašanja so obravnavana v naslednjih poglavjih.

Imenovanje in razrešitev članov uprave

Postopek imenovanja in razrešitve članov uprave je bistven za učinkovit menedžerski nadzor s strani nadzornega sveta. V postopku imenovanja menedžerjev je zaželena določena stopnja neodvisnosti. Člani uprave ne smejo biti sočasno tudi člani nadzornega sveta, kar slednjemu daje določeno mero formalne neodvisnosti od menedžmenta.³⁹⁶ Večjo učinkovitost menedžerskega nadzora v postopku imenovanja članov uprave zagotavlja tudi prisotnost velikih delničarjev in zaposlenih v nadzornem svetu, predvsem zaradi njihovega interesa pri pozitivnem poslovanju korporacije. V nasprotju s tem pa lahko v ZDA izvršilni uradniki delujejo tudi v komiteju za imenovanja. Od neodvisnih direktorjev se v ZDA pričakuje objektivnost pri imenovanju menedžerjev.

Oblikovanje komitejev za imenovanje članov uprave bi v slovenskih korporacijah lahko pripomoglo k izgradnji sistema izbiranja članov uprave. Ti komiteji bi spodbudili oblikovanje objektivnih in subjektivnih smernic za izbiro članov uprave. Če bi bili v nadzorni svet izvoljeni neodvisni direktorji (več o tem v nadaljevanju), bi njihova prisotnost v tem komiteju pripomogla k njegovi neodvisnosti. Smernice tega komiteja naj bi vsebovale metode za izmenjavo podatkov z drugimi komiteji v korporaciji, ki sodelujejo z menedžerji in člani uprave, ki imajo podjetniško znanje in izkušnje za nadzor nad poslovanjem drugih članov uprave.

Za menedžerski nadzor je pomembna tudi pogostost imenovanja čla-

³⁹⁶ Ta neodvisnost je relativizirana z dejstvom, da člani uprave vplivajo na imenovanje članov nadzornega sveta. Charkham, *zgoraj* op. 261.

nov uprave. Slovenski zakon določa največ 5-letni mandat.³⁹⁷ Če slovenski nadzorni sveti sledijo praksi svojih nemških kolegov, potem bodo imenovali člane uprave za maksimalno obdobje.³⁹⁸ Imenovanje za tako dolgo obdobje zmanjšuje možnost nadzornega sveta, da pravočasno izvede nadzor, zato bo del tega bremena prevzela sama uprava s samonadzorom.

Odpoklic članov uprave je težaven, ker se spopada s socialno oviro odstranitve osebe, ki je sredi opravljanja funkcije. Slovenski zakon o gospodarskih družbah še povečuje to težavo, saj za odpoklic uvaja restriktivne zakonske pogoje. Drugače kot korporacijski zakoni posameznih ameriških zveznih držav, ki običajno dopuščajo odpoklic člana brez razloga,³⁹⁹ lahko slovenski nadzorni svet odpokliče člana uprave samo, če »ugotovi, da huje krši obveznosti« oziroma da »ni sposoben voditi poslov«. ⁴⁰⁰ Odpoklicani ima nasproti korporaciji celo odškodninski zahtevek v primeru odpoklica brez utemeljenega razloga.

V Nemčiji navadno upokojeni predsednik uprave postane predsednik nadzornega sveta. Ker ima velik vpliv pri izbiri svojega naslednika, velja, da njegov nadzor nad delom naslednika ni dovolj učinkovit.⁴⁰¹ Kljub temu je njegova prisotnost v nadzornem svetu zaželena, saj ima veliko izkušenj pri vodenju korporacije. Manjši vpliv upokojenega predsednika uprave, hkrati pa korist od njegovega strokovnega znanja je mogoče zagotoviti z njegovim imenovanjem v nadzorni svet, pri čemer pa ne sme biti predsednik nadzornega sveta ali katerega od njegovih komitejev.

Velikost nadzornega sveta

Kritika na račun nemškega nadzornega sveta je, da je prevelik za učinkovit nadzor menedžmenta. Nemške javne korporacije imajo v povprečju petnajst do devetnajst članov nadzornega sveta.⁴⁰² Nedavni poskus reforme, katere namen je bil zmanjšanje števila članov nemškega nadzornega sveta, ni bil uspešen. Čeprav je enakopravno zastopstvo zaposlenih in delničarjev mogoče doseči tudi v manjših nadzornih svetih, se je zaradi zagotovitve ravnotežja med delavskimi in sindikalnimi direktorji zdelo potrebno oblikovati večje nadzorne svete. Trenutno obstajajo ocene, da slovenske nadzorne svete sestavlja od tri do petnajst članov.⁴⁰³

³⁹⁷ Zakon o gospodarskih družbah, *zgoraj* op. 311, člen 250 (1).

³⁹⁸ Charkham, *zgoraj* op. 261.

³⁹⁹ E.g., General Corp. Law of Delaware 141(k); Rev. Model Business Corp Act.

⁴⁰⁰ Zakon o gospodarskih družbah, *zgoraj* op. 311, člen 250 (1).

⁴⁰¹ Hopt, *zgoraj* op. 364, na 16–17.

⁴⁰² Zaradi pomanjkanja podatkov o nemških korporacijah je težko z gotovostjo govoriti o številu članov v nadzornem svetu. Študija enaindvajsetih nemških delniških družb, katerih delnice so uvrščene na eno vodilnih nemških borz kaže, da imajo nemški nadzorni sveti v povprečju devetnajst članov. European Board Index, *zgoraj* op. 383, na 12. Druga študija štiridesetih nemških delniških družb pa kaže na to, da so imele leta 1996 nemške korporacije v povprečju petnajst članov. Germany 1996, The Spencer Stuart Board Index.

Na podlagi raziskave 902 javnih korporacij imajo ameriški direktorski odbori v povprečju enajst članov.⁴⁰⁴ Velikost direktorskih odborov ameriških korporacij se je z leti zmanjšala.⁴⁰⁵ V primerjavi z 20 odstotki korporacij, ki so leta 1973 imele od petnajst do dvajset članov,⁴⁰⁶ se je ta delež do leta 1998 zmanjšal, saj je le 10 odstotkov družb imelo v povprečju petnajst ali več članov. Razlogi za zmanjšanje velikosti ameriških korporacijskih odborov niso popolnoma jasni. Zmanjšanje velikosti odborov najbrž ni povezano z učinkovitim korporacijskim upravljanjem. K zmanjšanju velikosti odborov, ki zadnjih pet let ni bistveno upadlo, so pripomogle težave pri iskanju kvalificiranih direktorjev zaradi starostnih omejitev,⁴⁰⁷ časovne omejitve mandata⁴⁰⁸ in povečanih omejitev, ki jih glede članstva v odborih drugih korporacij postavljajo korporacije svojim izvršilnim uradnikom.⁴⁰⁹

Velikost ameriških odborov je odvisna od vrste poslov, s katerimi se korporacija ukvarja. Banke imajo največje odbore, v povprečju s šestnajstimi člani.⁴¹⁰ Poleg tega velikost ameriških odborov narašča z velikostjo korporacije; korporacije z manj kot 3 milijardami dolarjev premoženja imajo v povprečju deset članov, korporacije z dvajset ali več milijardami dolarjev premoženja pa imajo v povprečju štirinajst članov. Večje število članov odbora ustreza večji potrebi po relacijskem nadzoru ter po nadzoru menedžerjev, ki se pojavi v velikih korporacijah.

V nedavni študiji so člani ameriških odborov izrazili mnenje, da je optimalen odbor sestavljen iz dvanajstih članov.⁴¹¹ Premajhen odbor lahko negativno vpliva na nadzor menedžerjev, ker onemogoča odboru oblikovanje novih komitejev. Odbor ima namreč premalo direktorjev, ki bi

⁴⁰³ Rado Bohinc (e-mail hrani avtorica).

⁴⁰⁴ Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60, na 10.

⁴⁰⁵ Pred petimi leti je odbor javne korporacije imel v povprečju dvanajst članov. *Id.* Ena od študij kaže, da je imelo leta 1973 približno dvajset odstotkov javnih korporacij več kot petnajst članov. 1973 Korn/Ferry (en odstotek korporacij je imel več kot 25 članov odbora). Po drugi študiji je leta 1995 imelo 12 odstotkov v študijo zajetih javnih korporacij petnajst ali več članov, medtem ko je to število leta 1998 padlo na 10 odstotkov. Conference Board Report, *zgoraj* op. 46, na 12.

⁴⁰⁶ Korn/Ferry, 25th Annual Board of Directors Study 2, 5 (1998) (v letu 1973 je polovica v študijo zajetih korporacij imela med deset in petnajst članov, dvajset odstotkov pa jih je imelo šestnajst do petindvajset članov).

⁴⁰⁷ Conference Board Report, *zgoraj* op. 45, na 12 (podatki kažejo, da je 61 odstotkov v študijo zajetih korporacij imelo starostno omejitev, navadno 70 let).

⁴⁰⁸ *Id.* Samo pet odstotkov družb je navedlo, da imajo starostno omejitev za člane odbora. Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60, na 7.

⁴⁰⁹ Conference Board Report, *zgoraj* op. 46, na 12 (»Podjetja začenjajo izražati stališče, da naj bi bil njihov glavni izvršilni uradnik član v največ dveh direktorskih odborih drugih korporacij ...«).

⁴¹⁰ Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60, na 10.

⁴¹¹ *Id.*

sestavljali takšne komiteje. Študija ameriških javnih korporacij na primer ugotavlja, da se:

»pojavnja naraščajoča tendenca, največkrat povezana z majhnimi odbori, po zmanjševanju števila komitejev. Ni dovolj, da odbori ocenjujejo koliko komitejev dejansko potrebujejo za izvršitev svojih nalog, temveč morajo oceniti tudi, koliko direktorjev je na razpolago za članstvo v komitejih«. ⁴¹²

V literaturi s področja organizacijskih ved ni ne teoretičnega ne empiričnega soglasja glede povezave med velikostjo odbora in finančno uspešnostjo korporacije. ⁴¹³ Zagovorniki teorije odvisnosti od virov zagovarjajo oblikovanje večjih odborov, ki naj bi korporaciji zagotovili povezavo z njenim okoljem, zlasti v primerih, ko so razmere v okolju negotove in nestabilne ter korporacija o njem nima zadosti informacij. ⁴¹⁴ Večji odbori povečujejo obseg strokovnega znanja in virov, ki so na razpolago korporaciji. ⁴¹⁵ Še več, večji odbori so koristni pri nadzoru menedžerjev in po mnenju nekaterih pri sprejemanju strateških odločitev, saj dopuščajo različne poglede na korporacijsko strategijo. ⁴¹⁶ Večji odbori naj bi zaradi njihove velikosti tudi zmanjševali možnost prevlade glavnega izvršilnega uradnika nad odborom. ⁴¹⁷ Drugi teoretiki trdijo, da so veliki odbori manj kohezivni ter da jih spremljajo simptomi nižje stopnje motivacije in uspešnosti. Zato znotraj odbora pogosteje tvorijo frakcije in koalicije, ki povečujejo možnost skupinskih konfliktov, ⁴¹⁸ povečujejo komunikacijske in koordinacijske probleme, so počasnejši pri sprejemanju odločitev, se redkeje vključujejo v sprejemanje strateških odločitev, ⁴¹⁹ in s tem povečujejo možnost, da glavni izvršilni uradnik prevlada nad odborom. ⁴²⁰ Pri povečevanju števila članov odbora je mogoče pričakovati tudi večjo stopnjo »neproduktivnega druženja« med člani. ⁴²¹ Predlagana optimalna velikost odbora je od pet do deset članov. ⁴²²

⁴¹² European Board Index, zgoraj op. 383, na 8.

⁴¹³ Dan R. Dalton & Catherine M. Daily, *The Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis*, 42 Acad. Of Mgmt.J. 674 (1999).

⁴¹⁴ Pearce & Zahra, *Board Composition*, zgoraj op. 143, na 416.

⁴¹⁵ J. Pfeffer, *Size and Composition*, zgoraj op. 143, na 411.

⁴¹⁶ Pearce & Zahra, *Board Composition*, zgoraj op. 143, na 411.

⁴¹⁷ Michael C. Jensen, *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, 48 J. Of Fin. 831 (1993).

⁴¹⁸ C.A. Oreilly, D. Caldwell & W. Barnett, *Work Group Demography, Social Integration, and Turnover*, 34 Admin. Sci.Q.21 (1989).

⁴¹⁹ W. Judge & C. Zeithami, *Institutional and Strategic Choice: Perspectives on Board Involvement in the Strategic Decision Process*, 35 Acad. Of Mgmt. J. 766 (1992).

⁴²⁰ *Splošno o tem glej*, Dalton & Daily, zgoraj op. 413; Goodstein, Gautam & Boeker, zgoraj op. 155.

Nedavna študija o odnosu med velikostjo odbora in poslovno uspešnostjo korporacije je odkrila pozitivno zvezo med velikostjo odbora in tržno ter računovodsko zasnovanimi merili poslovne uspešnosti.⁴²³ Vendar pa rezultati te študije ne podpirajo nobenega od zgoraj navedenih argumentov glede velikosti odbora. Od direktorskega odbora se pričakuje izvajanje številnih vlog, ki pa med seboj niso »ne komplementarne ne zamenljive«. ⁴²⁴ Neodvisni zunanji direktorji lahko zaradi svoje objektivnosti pozitivno vplivajo na nadzor menedžerjev. Notranji direktorji v ameriških direktorskih odborih ter člani slovenskih uprav pozitivno vplivajo na poslovno uspešnost zaradi njihovega specifičnega podjetniškega znanja ter zaradi časa, ki ga lahko posvetijo korporacijskim zadevam. Zunanji direktorji so pomembni zaradi svojega strokovnega znanja, ki temelji na njihovi formalni izobrazbi, funkcionalni vpetosti v okolje ter izkušnjah, pridruženi zunanji direktorji pa tudi zaradi njihove zunanje orientacije in dostopa do pomembnih virov. »Če želimo obdržati konstantno število članov odbora, se mora ob povečanju deleža ene kategorije članov na drugi strani število članov druge kategorije nujno zmanjšati.«⁴²⁵ Tako velikost odbora in njegova sposobnost prilagoditi se številnim vlogam postaneta posebej pomembni. Zaradi zagotavljanja možnosti za relacijski in menedžerski nadzor ter zaradi oblikovanja ugodnega okolja za učinkovito sprejemanje strateških odločitev je treba posebno pozornost posvetiti strukturi komitejev. Pri določanju velikosti odbora slednjega ne smemo upoštevati kot edino enoto za odločanje, temveč je treba skupaj upoštevati odbor in njegove komiteje. Velikost nadzornih svetov slovenskih korporacij, ki štejejo od tri do petnajst članov, ne nakazujejo posebnih problemov. Preden se posvetimo komitejem, v naslednjem poglavju pogledjmo, kako pogosto se sestajajo nadzorni sveti, saj je to v Nemčiji in Sloveniji predmet številnih razprav.

Pogostost sestajanja nadzornega sveta

Primerjava razpoložljivih podatkov za več preteklih let o delovanju nadzornih svetov oz. direktorskih odborov 40 nemških in 902 ameriških javnih korporacij kaže, da se člani nemškega nadzornega sveta sestajajo

⁴²¹ B. Latane, K. Williams & S. Harkins, *Many Hands Make Light Work: The Causes and Consequences of Social Loafing*, 37 J. of Personality & Soc. Psych. 822 (1979).

⁴²² Jenson, *zgoraj* op. 417 (manj učinkoviti so odbori z več kot sedmimi ali osmimi člani); Martin Lipton & Jay W. Lorsch, *A Modest Proposal For Improved Corporate Governance*, 48 Bus.Law. 59 (1992) (predlagata omejitev števila članov odbora na deset, pri čemer priporočata optimalno število osem ali devet članov); David Yermack, *Higher Market Valuation of Companies With a Small Board of Directors*, 40. J. of Fin. Econ. 85 (1996) (večje tržne izgube, kadar se je povečalo število v razporedu med pet in deset članov).

⁴²³ Dalton & Daily, *zgoraj* op. 413.

⁴²⁴ Id.

⁴²⁵ Id.

v povprečju manj pogosto kot člani ameriških odborov. Nemški nadzorni svet se sestaja v povprečju štirikrat do petkrat letno, v ameriških javnih korporacijah pa se sestajajo povprečno sedemkrat do osemkrat. V ameriških korporacijah je v zadnjem času mogoče opaziti zmanjšanje števila sestankov: »Velika večina družb, skoraj 90 odstotkov, sodi med korporacije, ki se sestajajo štiri- do sedemkrat letno ali osem- do desetkrat letno. Samo v enem letu (od junija 1998 do junija 1999) se je zgodil majhen, a opazen premik proti prvi kategoriji, tako da je sedaj korporacij, katerih odbori se sestanejo od štiri- do sedemkrat letno, dvakrat več kot drugih.«⁴²⁶ Število sej odbora se razlikuje od korporacije do korporacije in je odvisno od okoliščin, v katerih je korporacija. V letu 1996 so imeli v nemških javnih korporacijah od tri do šest rednih sej, 65 odstotkov družb pa je imelo še eno do štiri izredne seje.⁴²⁷ V letu 1998 so se odbori obravnavanih ameriških javnih korporacij sestali tri- do devetnajstkrat letno.⁴²⁸

Zakonske reforme v Nemčiji so povečale število obveznih letnih sej nadzornega sveta z dveh na štiri.⁴²⁹ Slovenski zakon o gospodarskih družbah določa, da se mora nadzorni svet obvezno sestati dvakrat letno, »praviloma« pa naj bi bil sklican enkrat v četrtletju.⁴³⁰ Korporacijsko pravo posameznih zveznih držav v ZDA ne določa obveznega števila letnih sestankov odbora. Zaradi bojazni, da bi menedžerji in delničarji na neformalnih sestankih onemogočili predstavnikom delavcev sodelovanje pri sprejemanju odločitev v nadzornem svetu, je razumljiva izrecna zakonska določba nemškega in slovenskega korporacijskega prava, ki opredeljuje minimalno število sej nadzornega organa.

Vendar primerjava števila formalnih sestankov ne izraža vedno količine opravljenega dela nadzornega sveta ali učinka njegovih pristojnosti in sestave na korporacijsko upravljanje. Nedavna študija je na primer pokazala negativno povezavo med pogostostjo sestajanja vodilnih menedžerjev na eni strani in socialno integracijo, neformalno komunikacijo ter poslovno uspešnostjo korporacije.⁴³¹ Preden damo oceno učinkovitosti odbora, je treba opraviti natančnejšo analizo načinov neformalne komunikacije med člani odbora ter člani odbora in menedžmentom. Pri ocenjevanju učinkovitosti odbora je treba upoštevati tudi delo formalnih in neformalnih komitejev odbora. O slednjih teče razprava v naslednjem poglavju.

⁴²⁶ Id.

⁴²⁷ Germany 1996, The Spencer Stuart Board Index.

⁴²⁸ 1999 Spencer Stuart Board Index 8.

⁴²⁹ Dr. Ulrich Seibert, *Germany's Federal Ministry of Justice, Control And Transparency in Business: Corporate Governance Reform in Germany*, http://www.bmj.bund.de/misc/_e_kont.htm (June 28, 2000).

⁴³⁰ Slovenski zakon o gospodarskih družbah, zgoraj op. 311, člen 273 (3).

⁴³¹ Smith et al., zgoraj op. 204.

Velik pomen razprave, ki v ZDA poteka glede pravice delničarjev vlagati delničarske predloge skladno z zveznimi predpisi o pooblaščenih (*proxy*), ilustrira pomembnost sestave in pristojnosti nadzornega sveta, čeprav se ta redko sestaja. Čeprav so bili nekateri teoretiki mnenja, naj delničarji zaradi njihove (sicer racionalne) ravnodušnosti nimajo pravice vlagati delničarskih predlogov, sem zagovarjala tezo, da je njihova ravnodušnost prednost, saj prispeva k stabilnosti sistema korporacijskega upravljanja.⁴³² Pravila, ki dopuščajo delničarjem vlaganje predlogov, so motivirala menedžerje k ravnanju v korist delničarjev ter hkrati odpirala delničarjem možnost za odškodnino, če so se v primeru slabega poslovanja menedžmenta odločili igrati aktivnejšo vlogo pri korporacijskem upravljanju. Pogostost vlaganj delničarskih predlogov, ki so jih zlasti v času številnih prevzemov v osemdesetih letih vlagali institucionalni delničarji, je pokazala, kako pomembna je ureditev tega vprašanja na zvezni ravni. Podobno je nadzorni svet, sestavljen iz predstavnikov delničarjev in zaposlenih, oblikovan zato, da reagira, kadar okoliščine od njega to zahtevajo. Tovrstnemu hitremu reagiranju so naklonjene tudi zakonske določbe o sklicu sej nadzornega sveta, saj sejo lahko skličeta najmanj dva člana nadzornega sveta ali uprava.⁴³³

Formalni in neformalni komiteji nadzornega sveta

Države z dvotirnim sistemom upravljanja imajo praviloma manjše število formalnih komitejev odbora kot v enotirnih sistemih.⁴³⁴ Razlika je najbrž v tem, da v enotirnem sistemu odbor mora oblikovati komiteje, ki so neodvisni od notranjih direktorjev, ter hkrati pokazati zunanjim zainteresiranim subjektom zavezanost učinkovitemu nadzoru menedžerjev. Nemški nadzorni sveti imajo več neformalnih komitejev, ki jih sestavljajo predstavniki delničarjev in zaposlenih in se redno ločeno sestajajo z upravo.⁴³⁵

Na podlagi podatkov iz leta 1996 je v nemških javnih korporacijah število formalnih komitejev variiralo od enega do štirih, v povprečju pa so te korporacije imele dva formalna komiteja.⁴³⁶ Ti komiteji so vsebovali kadrovske komiteje (imelo ga je 65 % korporacij), finančnorevizijski komiteje (25 %), poravnalni komiteje (20 %) ter predsedniški komiteje (17,5 %).⁴³⁷ Predsedniški komiteje ocenjuje »glavna strateška vprašanja«. ⁴³⁸ Poravnalni komiteje ima številne vloge, vključno s »preiskovanjem in predstavitvijo

⁴³² Lynne L. Dallas, *The Control and Conflict of Interes Voting System*, 71 North Carolina L. Rev. 1, 38 (1992) (v nad. Voting System).

⁴³³ Glej zgoraj tekst ob op. 344.

⁴³⁴ European Board Index, zgoraj op. 383, na 13.

⁴³⁵ Charkham, zgoraj op. 261.

⁴³⁶ Charkham 1996, The Spencer Stuart Board Index 14.

⁴³⁷ Id.

⁴³⁸ Id. na 14.

potencialnih rešitev delavskih vprašanj«. ⁴³⁹ Predsedniški in kadrovski komite se sestajata najpogosteje, v povprečju trikrat letno. ⁴⁴⁰

Nemška korporacija ima v povprečju dva komiteja, povprečno število formalnih komitejev v ameriški javni korporaciji pa je pet. ⁴⁴¹ Vendar pa je v ameriških korporacijah zaznaven počasen trend v smeri zmanjševanja komitejev:

Pred petimi leti je imelo 44 odstotkov družb, zajetih v raziskavo, šest ali več komitejev, 46 odstotkov pa jih je imelo med štiri in pet. Ob zadnji raziskavi (junija 1999) je bila manj kot tretjina družb v najvišjem razredu, skoraj dve tretjini pa jih je imelo med štiri in pet komitejev. ⁴⁴²

Med ameriškimi korporacijami obstajajo velike razlike v številu komitejev, saj ima na primer družba Anheuser Busch celo devet komitejev, družba Nucor pa le enega. ⁴⁴³ Prav tako pa ni dokazov o tem, da bi se neformalni komiteji ameriških odborov redno sestajali z menedžmentom.

Razlike med sistemom komitejev v ZDA in Nemčiji je mogoče pojasniti z različnimi lastnostmi in potrebami obeh sistemov. Najpogostejši ameriški komiteji – revizijski komite (ima ga 100 % družb), komite za nagrajevanje (99 %) ter komite za imenovanja (74 %) ⁴⁴⁴ – so sestavljeni iz neizvršilnih članov. Kot je bilo že omenjeno, nadzornemu svetu ni treba izločiti izvršilnih direktorjev, saj člani nadzornega sveta ne morejo biti hkrati tudi člani uprave. ⁴⁴⁵ Neodvisni direktorji imajo v ZDA nalogo ščititi interes razpršenih delničarjev, v Nemčiji pa je lastništvo delnic skoncentrirano v rokah velikih delničarjev, ki so hkrati člani nadzornega sveta. ⁴⁴⁶

Če si najprej ogledamo revizijski komite, ugotovimo, da se delež teh komitejev (25 % v letu 1996) ⁴⁴⁷ v nemških korporacijah povečuje. To je najbrž odsev zahtev ameriških institucionalnih investitorjev v nemških korporacijah ter nemških zakonskih reform. Te reforme so pristojnost izbire revizorjev iz uprave prenesle na nadzorni svet. ⁴⁴⁸ Poleg tega morajo

⁴³⁹Id. na 15.

⁴⁴⁰Id.

⁴⁴¹Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60.

⁴⁴²1996 Spencer Stuart Board Index 8.

⁴⁴³Id.

⁴⁴⁴Korn/Ferry, 26th Annual Study, *zgoraj* op. 60, na 13. Ti komiteji imajo v povprečju tri ali štiri člane, ki se sestajajo dva- do štirikrat letno. Id. na 14.

⁴⁴⁵Zakon o gospodarskih družbah, *zgoraj* op. 311, člen 263.

⁴⁴⁶Charkham, *zgoraj* op. 261.

⁴⁴⁷Nemčija 1996, The Spencer Stuart Board Index 13.

⁴⁴⁸Federal Ministry of Justice, Control and Transparency in Business (KonTraG): Corporate Governance Reform in Germany, http://www.bmj.bund.de/misc/_kont.htm (28. junij 2000).

revizorji neposredno poročati nadzornemu svetu, razdeliti poročilo vsem članom nadzornega sveta ali članom finančnorevizijskega komiteja ter se udeležiti seje nadzornega sveta ali finančnorevizijskega komiteja, na kateri se sprejme korporacijsko letno poročilo.⁴⁴⁹

Pričakovati je, da se bo število komitejev za nagrajevanje v nemških korporacijah v naslednjih letih povečalo. V Nemčiji nagrajevanje menedžerjev ni tako pomembno vprašanje kot v ZDA, kjer so izvršilni uradniki zelo visoko nagrajevani v primerjavi z izvršilnimi uradniki v tujih korporacijah ter v primerjavi z najnižje plačanimi delavci v njihovih lastnih korporacijah. Situacija se bo najbrž spremenila, ko bodo nemške korporacije uvrstile svoje delnice na tuje borze ter svojim menedžerjem zagotovile nagrajevanje v obliki donosnih delniških opcij.⁴⁵⁰ Predpisi o razlikah v plačah in o sodelovanju delavcev v nadzornem svetu bodo predvidoma tudi v prihodnje ohranjali višino nagrad vodilnega osebja v razumnih mejah.⁴⁵¹

Ameriški komiteji za imenovanja naj bi preprečili pristranost pri izbiri vodilnih kadrov, saj obstaja tendenca direktorjev, da se povežejo z osebami, ki so jih podprle pri njihovem imenovanju v odbor. Ker menedžerji niso člani nadzornega sveta, je tehnična pristranost pri izbiri menedžerjev manj pomembna kot pristranost pri izbiri v ameriške odbore, kljub temu pa imajo menedžerji pomemben neformalni vpliv na izbiro kandidatov za člane nadzornega sveta. Sodelovanje velikih delničarjev in zaposlenih v procesu izbiranja članov nadzornih svetov v Nemčiji in Sloveniji zmanjšuje prevlado menedžerjev, ki je zaradi razpršenosti delničarjev značilna za ameriški sistem. Komisija za imenovanja ima zato glede članov nadzornega sveta v Nemčiji in Sloveniji manjšo vlogo kot v ZDA.

Zaradi specifičnih okoliščin, s katerimi se soočajo nemške korporacije, velik delež teh korporacij nima revizijskega komiteja, komiteja za nagrajevanje ter komiteja za imenovanja, kot je to praksa v ZDA. Vendar pa bodo v prihodnosti prav ti komiteji lahko zadovoljili potrebe ter pomagali povečati atraktivnost korporacij za tuje in domače manjšinjske investitorje. Varstvo manjšinjskih delničarjev v primeru razpršenega lastništva pa je predmet nadaljnje razprave v tem poglavju.

V ZDA je nekoliko manj razširjen izvršilni komite (ima ga 60 odstotkov korporacij, ki so bile zajete z raziskavo).⁴⁵² Ponavadi je sestavljen iz zunanjih in notranjih direktorjev⁴⁵³ ter se ukvarja z nalogami odbora v

⁴⁴⁹ Id.

⁴⁵⁰ Glej Coffee, zgoraj op. 8.

⁴⁵¹ Glej Richard H. Thaler, *The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life* 36–49 (1994); Lynne L. Dallas, *Working Toward A New Paradigm, v Progressive Corporate Law* 44–45 (Lawrence E. Mitchell ed. 1995).

⁴⁵² Korn/Ferry, 26th Annual Study, zgoraj op. 60, na 13.

⁴⁵³ Id. na 13–14 (izvršilni komiteji so navadno sestavljeni iz dveh zunanjih in dveh notranjih direktorjev ter se sestajajo povprečno štirikrat letno).

času med rednimi sejami odbora. Razlog za premislek o uvedbi tega komiteja ni v pospeševanju komunikacije med menedžerji in člani nadzornega sveta, saj se ti redno sestajajo na neformalnih srečanjih. Razlog za oblikovanje komiteja je dejstvo, da je za korporacijo zelo koristno imeti komisijo, ki deluje v imenu nadzornega sveta v času med njegovimi sejami. Čeprav se zdi, da je zaradi omejenih pristojnosti nadzornega sveta⁴⁵⁴ oblikovanje takšnega komiteja nepotrebno, je to po drugi strani zagotovo v interesu tekočega in stabilnega poslovanja korporacije. Slovensko korporacijsko pravo se bo moralo spremeniti. Trenutno slovenski zakon o gospodarskih družbah določa, da komisije ne morejo odločati »o vprašanih, ki so v pristojnosti nadzornega sveta«.⁴⁵⁵ To je v nasprotju z zakoni posameznih ameriških zveznih držav, ki dopuščajo delegacijo pristojnosti odbora na komiteje, razen v določenih okoliščinah.⁴⁵⁶

Upoštevajoč navedeno, je treba več pozornosti posvetiti razvoju primernih komitejev nadzornega sveta, ki se bodo odzivali na potrebe poslovanja. Čeprav so slovenski nadzorni sveti po velikosti manjši od nemških, jim specializacija lahko prinaša koristi. Literatura o upravljanju navaja, da se učinkovitost odborov lahko poveča z delegacijo pristojnosti na komiteje, katerih člani razvijajo in uporabljajo svoje strokovno znanje.⁴⁵⁷ Ameriški odbori oz. nemški in slovenski nadzorni sveti bi na primer lahko imeli koristi od oblikovanja komiteja za poslovno strategijo, kateremu bi poročali menedžerji. Ameriški odbori bi lahko imeli koristi tudi od komitejev za odnose z zaposlenimi, kar bi jim omogočilo podobne koristi, kot jih imajo nemške in slovenske korporacije od predstavnikov zaposlenih v nadzornem svetu. In končno, še več nemških in slovenskih korporacij bi lahko razmislilo o ustanovitvi revizijskih komitejev in komitejev za imenovanje menedžerjev.

Imenovanje članov komiteja nadzornega sveta. Imenovanje članov komiteja ne sme preprečiti sodelovanja dela in kapitala, ki se kaže v njuni enakovredni zastopanosti v nadzornem svetu. Zato morajo predstavniki zaposlenih in delničarjev v komiteje imenovati enako število članov, razen če se ti med seboj ne dogovorijo drugače. Tako predstavniki zaposlenih

⁴⁵⁴ Glej tekst ob op. 326–30 in 337.

⁴⁵⁵ Zakon o gospodarskih družbah, zgoraj op. 311, člen 270(3).

⁴⁵⁶ E.g. General Corp. Law of Delaware 141(c) (»Noben komite ne sme imeti pristojnosti ali pooblastil v zvezi z naslednjimi zadevami: (i) sprejemati, odobriti ali priporočiti delničarjem katerikoli dejanje, za sprejem katerega mora biti skladno s tem poglavjem izrecno podano soglasje delničarjev ali (ii) sprejeti, spremeniti ali razveljaviti katerikoli notranji akt korporacije); Rev. Model Corp. Act 8.25 (e) (»Komite ne sme: (1) odobriti ali potrditi delitve dobička, razen skladno s formulo, metodo ali znotraj omejitev, ki jih je določil direktorski odbor; (2) odobriti ali predlagati delničarjem določeno dejanje, ki mora skladno s tem zakonom biti odobreno s strani delničarjev; (3) zapolniti nezasedeno mesto v direktorskem odboru ali v primeru podpoglavja (g) v kateremkoli drugem komiteju korporacije; ali (4) sprejemati, spreminjati ali razveljaviti notranje akte«).

⁴⁵⁷ Glej zgoraj op. 68.

kot predstavniki delničarjev bodo najbrž v določenih komitejih zahtevali večje število svojih predstavnikov, saj imajo za reševanje določenih vprašanj večji interes in več strokovnega znanja. Za doseganje teh ciljev bi bila na tem področju potrebna zakonska ureditev. Kljub temu da so nemška sodišča opazila nevarnost uporabe komitejev za zmanjšanje možnosti delavcev za sodelovanje pri upravljanju, niso zahtevala enake zastopanosti članov zaposlenih v vseh komitejih, so pa prepovedala vsakršno sistematično izključevanje zaposlenih iz upravljanja.⁴⁵⁸

Soglasje nadzornega sveta

Slovenski zakon o gospodarskih družbah zahteva soglasje nadzornega sveta v primerih, ko znotraj uprave pride do konflikta interesov.⁴⁵⁹ Drugače kot pri odločitvah nadzornega sveta o imenovanju in odpoklicu uprave⁴⁶⁰ ter pri odobritvi korporacijskih posojil članom uprave je zakon pri urejanju soglasja v primeru konflikta interesov znotraj uprave zelo skop.⁴⁶¹ Soglasje nadzornega sveta bi moralo biti dano v naslednjih primerih:

- imenovanje in odpoklic uprave,⁴⁶²
- imenovanje in odpoklic zunanjih revizorjev,⁴⁶³
- nagrade članom uprave in zunanjim revizorjem,
- transakcije, ki prinašajo posebne ugodnosti članom uprave,⁴⁶⁴
- transakcije, ki spreminjajo kontrolni vpliv v korporaciji,⁴⁶⁵
- spremembe revizijskih postopkov in računovodskih pravil.

Prav tako je priporočljivo, da nadzorni svet prevzame posebno odgovornost za nadzor nad spoštovanjem »etičnih in pravnih standardov«, saj

⁴⁵⁸ Pistor, *zgoraj* op. 262, na 183–188.

⁴⁵⁹ Zakon o gospodarskih družbah, *zgoraj* op. 311, člen 254.

⁴⁶⁰ Id. člen 250 (1,2).

⁴⁶¹ Id. člen 255.

⁴⁶² Glej *zgoraj* poglavje III (F)(3)(A) z naslovom »Imenovanje in odpoklic članov uprave«.

⁴⁶³ Revizor mora poročati nadzornemu svetu, ne pa upravi. Glej *zgoraj* op. 451 in 452.

⁴⁶⁴ Posebne ugodnosti so tiste, ki ne pripadajo ostalim zaposlenim.

⁴⁶⁵ Kontrola v korporaciji se spremeni, kadar se pojavi katera od štirih posledic korporacijskega odločanja: (1) kadar se v korporaciji pojavi oseba ali skupina s kontrolnim deležem; (2) kadar oseba ali skupina izgubi kontrolni delež; (3) kadar upravi uspe utrditi svoj položaj v korporaciji npr. s špekulativnim nakupom delnic ali s prodajo delnic njej naklonjenim osebam ali (4) kadar so glasovalne pravice delničarjev bistveno zmanjšane ali celo odpravljene zaradi izdaje novih delnic. Kontrolo nad korporacijo je mogoče definirati kot »neposredno ali posredno moč ... izvajati kontrolni vpliv na menedžment ali na gospodarsko politiko gospodarske organizacije pod predpostavko, da določen delež delnic konstituira kontrolo nad gospodarsko organizacijo.« Glej Dallas, *Voting Systems*, *zgoraj* op. 435, na 62–65.

se nadzorni svet lažje kot uprava distancira od pritiskov, ki jih povzročajo konkurenca na trgu. Tržni pritiski velikokrat spodbujajo neetično in protizakonito ravnanje korporacije.⁴⁶⁶

Delničarji lahko skladno z zakonom o gospodarskih družbah v statutu določijo, da uprava glede določenih vrst poslov ne potrebuje soglasja nadzornega sveta.⁴⁶⁷ Ta možnost pa naj ne velja za zgoraj naštete zadeve, ki lahko potencialno povzročijo konflikt interesov v upravi. V nasprotnem primeru bi kontrolni delničarji v sodelovanju s člani uprave lahko spodkopali učinkovitost nadzora menedžerjev in sodelovanje zaposlenih pri upravljanju.

Če k določenemu vprašanju nadzorni svet zavrne soglasje, lahko uprava zahteva, da o tem odloči skupščina.⁴⁶⁸ Takšen postopek preglasovanja je problematičen v sistemu, v katerem nadzorni svet nadzira menedžment tudi v imenu zaposlenih in ne zgolj v imenu delničarjev. Ob tem se postavlja vprašanje, ali naj o teh vprašanih odločajo delničarji na skupščini ali nadzorni svet. V sistemu koncentriranega lastništva delnic, v nasprotju z razpršenim sistemom delničarstva v ZDA, delničarji glasujejo na podlagi relevantnih informacij in poglobljenega poznavanja vprašanja, o katerem se odloča, saj so zaradi svojega večjega deleža v korporaciji manj ravnodušni do odločitev, ki se v njej sprejemajo. Kadar pride do konflikta interesov, ki se tiče večjih delničarjev, je pristojnost delničarjev odločati namesto nadzornega sveta precej bolj sporna. Slovenski zakon o gospodarskih družbah za sprejem sklepa, s katerim skupščina da soglasje k odločitvi uprave, zahteva tričetrtinsko večino.⁴⁶⁹ Zaradi kvalificirane večine je odločitev o soglasju odvisna od glasovanja manjšinskih delničarjev, ki pa so na žalost lahko ravnodušni in zato nezadostno informirani.

Vprašanje o pomenu delničarskega glasovanja se v ZDA postavlja v primeru derivativnih tožb delničarjev proti korporacijskim direktorjem, ki so kršili fiduciarne dolžnosti. Toženi direktorji se pogosto zagovarjajo, da so zaradi sklepa delničarjev, s katerim so ti potrdili dejanja odbora, rešeni vsake odgovornosti. Sodišča niso v celoti sledila tovrstnim zagovorom, vendar pa soglasje »nepriustranskih« delničarjev pogosto povzroči, da sodišča uporabijo nižji standard skrbnosti za direktorjevo ravnanje ali obrnejo dokazno breme tako, da morajo delničarji dokazati direktorjevo krivdo za nastanek škode.⁴⁷⁰ Soglasje nepriustranskih delničarjev in tričetrtinska večina pri glasovanju sta analogni kategoriji, saj zagotavljata manjšinskemu delničarjem možnost odločanja o posamezni stvari. Glaso-

⁴⁶⁶ Glej Shaker A. Zahra, *Unethical Practices in Competitive Analysis: Patterns, Causes and Effects*, 13 *J.Bus.Ethics* 53, 58–9 (1994) (raziskava je pokazala, da izvršilni uradniki gledajo na konkurenco kot sovražnike in zato uporabljajo vsa sredstva za pridobitev prednosti).

⁴⁶⁷ Slovenski zakon o gospodarskih družbah, zgoraj op. 311, v členu 274 (4).

⁴⁶⁸ Id. člen 274(4).

⁴⁶⁹ Id.

⁴⁷⁰ Splošno o tem glej Franklin A. Gevurtz, *Corporations Law* 343–46 (2000).

vanje na skupščini, s katerim se »preglasuje« odločitev pravilno izvoljenega nadzornega sveta, ki je sestavljen tako iz predstavnikov delničarjev kot iz predstavnikov zaposlenih, pa je precej drugačno od uporabe delničarskega glasovanja za »potrditev« odločitve, ki jo je odobril pravilno izvoljeni direktorski odbor, v katerem so le predstavniki delničarjev. Najboljši način za zagotovitev informiranega sprejemanja odločitev in sodelovanje zaposlenih pri upravljanju⁴⁷¹ je prepovedati postopek preglasovanja nadzornega sveta, namesto tega pa delničarjem zagotoviti druge poti za izražanje nezadovoljstva z delom nadzornega sveta, na primer z obveznimi vsakoletnimi volitvami predstavnikov delničarjev v nadzorni svet⁴⁷² ali s posebnim postopkom, ki omogoča delničarjem, da glasujejo o posameznih vprašanjih, pri čemer izid tega glasovanja za nadzorni svet ni zavezujoč, ampak ima zgolj posvetovalno funkcijo.⁴⁷³

Čeprav se v primeru konflikta interesov, ki se tiče članov uprave, zahteva soglasje nadzornega sveta, lahko njegovi člani glasujejo tudi po pooblaščenih.⁴⁷⁴ Ta možnost bistveno zmanjša prednost določbe slovenskega zakona o gospodarskih družbah, ki določa minimalno število sej nadzornega sveta.⁴⁷⁵ Glasovanje po pooblaščenih je smiselno le takrat, ko se od članov ne pričakuje, da bodo ravnali kot kolegijsko telo, ki ima kot celota fiduciarne dolžnosti do podjetja. Čeprav je v ZDA dopustno glasovanje po pooblaščenih za delničarje, ki glasujejo o svojih deležih v svojem interesu, pa direktorji ne smejo glasovati po pooblaščenih.⁴⁷⁶ Razlog za to razlikovanje je v tem, da se člani odbora pri izvajanju svojih fiduciarne obveznosti o zadevah korporacije poučijo tudi prek pogovorov na sejah z ostalimi člani.⁴⁷⁷ Brez seje odbora je skladno z zakoni nekaterih ameriških zveznih držav možno izjemoma odločati v primeru, ko se s tem strinjajo vsi člani odbora in to potrdijo v pisni obliki.⁴⁷⁸ V tem primeru se šteje, da se vsi člani odbora o rešitvi odprtega vprašanja strinjajo, zato bi bila seja nepotrebna. Ameriški koncept odborov temelji na tem, da so delničarji direktorje izvolili zato, da bi delovali kot telo, poleg tega pa direktorji na sejah lahko izmenjajo poglede na posamezna

⁴⁷¹ Drugače kot nemški slovenski zakon o gospodarskih družbah ne daje odločilnega glasu delničarjem, kadar gre za neodločeno glasovanje med predstavniki zaposlenih in delničarji.

⁴⁷² Trenutno so člani nadzornega sveta lahko izvoljeni za dobo največ štirih let. Slovenski zakon o gospodarskih družbah, *zgoraj* op. 311, na 265.

⁴⁷³ Tak postopek bi bilo mogoče oblikovati po vzoru Rule 14a-8, ki je bil sprejet kot dopolnilo k zveznemu zakonu o trgu vrednostnih papirjev (Federal Securities Exchange Act) iz leta 1934.

⁴⁷⁴ Slovenski zakon o gospodarskih družbah, *zgoraj* op. 311, člen 271(1).

⁴⁷⁵ Id. člen 273(3).

⁴⁷⁶ Lippman v. Kehoe Stenograph Co., 11 Del. Ch. 80,95 A. 895 (1915).

⁴⁷⁷ Lewis D. Solomon et al., *zgoraj* op. 26, na 364.

⁴⁷⁸ General Corp. Law of Delaware 141(f); Rev. Model Bus. Corp. Act 7.04(a).

vprašanja in na tej podlagi sprejmejo kakovostnejše odločitve. Glasovanje po pooblaščenih pa zmanjšuje možnost za doseg tega cilja. Poleg tega lahko tudi spodbuja direktorje, da se ne posvečajo v zadostni meri svojim obveznostim v okviru članstva v nadzornem svetu.

Pristojnost nadzornega sveta sprožiti postopek proti članu uprave

Nadzorni svet v Sloveniji in Nemčiji ima pristojnost, da zastopa korporacijo v sporih proti članom uprave.⁴⁷⁹ Ta določba zagotavlja pravilno izvoljenemu nadzornemu svetu, da sproži postopek zoper člane uprave zaradi kršitve fiduciarne obveznosti. S tem ima dvotirni sistem prednost pred enotirnim, saj zmanjšuje potrebo po tem, da bi se tovrstni postopki začeli na tožbo delničarjev, ki bi sami nastopali v vlogi tožnikov.

Dostop nadzornega sveta do informacij

Za učinkovit nadzor je pomembno, da ima nadzorni svet dostop do relevantnih informacij, ki zadevajo korporacijo. Ameriški odbori in slovenski nadzorni sveti so na različne načine odvisni od menedžmenta glede prenosa strokovnega znanja in specifičnih informacij, ki zadevajo korporacijo. V tem okviru predstavništvo zaposlenih v organih korporacije odpira dodatno možnost za dostop do pomembnih informacij. Tovrstne informacije namreč zunanjim direktorjem v ZDA niso dostopne, so pa dostopne članom slovenskega nadzornega sveta prek predstavnikov zaposlenih v nadzornem svetu.

Vendar pa predstavniki zaposlenih nimajo dostopa do vseh informacij, ki se tičejo korporacije, posebno ne do tistih, ki so občutljive narave in jih je uprava zbrala za notranjo uporabo. Te informacije vključujejo strateške poslovne načrte in bodoče posle, ki jih pripravlja uprava. Vprašanje je, ali je nadzorni svet v primerjavi z ameriškim enotirnim odborom šibkejši, glede na to, da je članom uprave prepovedana hkratna udeležba v nadzornem svetu. Odsotnost menedžerjev v nadzornem svetu prikrajša ta organa za tekoče, vsakodnevne poslovne informacije, kar lahko zmanjša »možnost nadzornega sveta, da pridobi pravi občutek za položaj v korporaciji, ki pomaga pri implementaciji finančnih podatkov v resnično življenje korporacije«. ⁴⁸⁰ Seveda je pri izbiri oblik nadzora potrebno tehtati različne možnosti. Zakonodajca v dvotirnih sistemih je tehtnico nagnila v korist objektivnosti, problem zadostne informiranosti nadzornega sveta pa je uredila tako, da je upravi naložila dolžnost poročanja nadzornemu svetu. Slovenski zakon o gospodarskih družbah je v zadostni meri zagotovil menedžersko poročanje nadzornemu svetu.⁴⁸¹ Namen takšne ureditve je nadzornemu svetu zagotoviti dovolj pogosta poročila, po drugi strani pa preprečiti nastajanje nove nepotrebne birokracije.

⁴⁷⁹ Id. člen 275.

⁴⁸⁰ Eisenberg, *zgoraj* op. 46, na 185.

⁴⁸¹ *Glej zgoraj* tekst ob op. 334–36.

Skrb vzbujajoča je tudi možnost, da uprava ne bo želela posredovati pomembnih informacij predstavnikom zaposlenih ali celo predstavnikom delničarjev. Kar pa ne preseneča, saj so informacije moč. Po mnenju nekaterih naj bi menedžerji uporabljali informacije za povečevanje svoje moči znotraj korporacije tako, da jih selektivno posredujejo bodisi delničarjem bodisi zaposlenim, odvisno od njihovega interesa. Zdi se, da se tovrstno prikrivanje informacij pojavlja tako v enotirnih odborih, ki so sestavljeni iz delničarjev in zunanjih direktorjev, kot v dvotirnih odborih. Na tem mestu se postavlja vprašanje, ki zadeva prikrivanje informacij nadzornemu svetu zaradi prisotnosti predstavnikov zaposlenih. Za to obstajata dva razloga. Prvi je v tem, da več ko imajo predstavniki zaposlenih informacij, večje so njihove možnosti za pogajanja v korist interesov zaposlenih, in drugič, predstavniki zaposlenih lahko razkrijejo te informacije na škodo poslovanja korporacije. Drži, da bo večja količina informacij v rokah predstavnikov zaposlenih izboljšala njihov položaj pri pogajanjih za interese zaposlenih. Kaže se tendenca, da večji dostop do informacij omogoča višjo raven plač zaposlenih.⁴⁸² Z vidika trga kot celote dostop do informacij omogoča učinkovitejšo oceno vrednosti korporacije, torej ima s stališča družbe kot celote dostop do informacij pozitivne učinke. Seveda pa je razkritje zaupnih informacij škodljivo. Pri tem ne gre za problem, ki bi zadeval le predstavnike zaposlenih, ampak obstaja tudi glede kontrolnih delničarjev in oseb, ki so člani nadzornih svetov ali uprav drugih korporacij. V ZDA je na primer znan primer, ko so direktorji, ki so jih izvolili kontrolni delničarji, uporabljali zaupne informacije pri pripravi poročila, ki pa ga niso posredovali drugim članom odbora, temveč so ga uporabili zgolj v korist kontrolnih delničarjev. Vrhovno sodišče zvezne države Delaware je odločilo, da je uporaba teh informacij pomenila kršitev fiduciarnih dolžnosti direktorjev, ki jih imajo v razmerju do korporacije. Tudi zakoni lahko urejajo take kršitve.⁴⁸³ Nedvomno pa je najboljša ureditev tega področja trdno prepričanje direktorjev, da je uporaba informacij za katerikoli drug namen kot za sprejemanje odločitev v odboru, huda kršitev njihovih etičnih dolžnosti. Ta norma se na primer v Nemčiji ni trdneje uveljavila. Čeprav zakon lahko prispeva k oblikovanju norm,⁴⁸⁴ pa se morajo te uveljaviti v poslovni praksi bodisi tako, da poslovno okolje preganja njihove kršitve, bodisi tako, da določa jasne smernice glede obveznosti direktorjev, ki se tičejo poslovnih informacij.

⁴⁸²Morris M. Kleiner & Marvin L. Boullon, *Providing Business Information to Production Workers: Correlates of Compensation and Profitability*, 41(4) *Ind. & Labor Relations Rev.* 605, 614 (1988). Glej tudi Clyde Summers, *Codetermination in U.S.: A Projection of Problems and Potentials*, 4 *J. Comp. L. & Sec. Reg.* 155, (1982) (kolektivno pogajanje lahko postane bolj racionalno, kadar ima delavski direktor dostop do informacij).

⁴⁸³Hopt, zgoraj op. 364, na 1359–62.

⁴⁸⁴Glej Robert J. MacCoun, *Drugs and the Law: A Psychological Analysis of Drug Prohibition*, 113 *Psychological Bulletin* 497 (1993).

Ali je v slovenskem nadzornem svetu prostor za neodvisnega direktorja?

Nekateri člani nadzornih svetov v slovenskih korporacijah vsekakor spadajo v definicijo ameriških neodvisnih direktorjev, saj s korporacijo nimajo nobene druge zveze kot to, da so člani njenega nadzornega sveta. Za korporacijo lahko izvajajo koristne relacijske funkcije. Tovrstni člani so lahko glavni izvršilni uradniki drugih, nepovezanih gospodarskih družb, univerzitetni profesorji, državni uslužbenci, ženske, predstavniki manjšin in tuji neodvisni strokovnjaki. Da bi zaznali in zadostili potrebam, ki se pojavljajo v okolju korporacije, lahko slovenski veliki delničarji in zaposleni izberejo takšne člane nadzornega sveta.

Vprašanje je, ali se velikim delničarjem in zaposlenim sploh zdi potrebno, da bi njihove interese ščitili neodvisni člani nadzornega sveta. Nekateri veliki delničarji zaznajo takšno potrebo v primerih, ko se sami ne želijo aktivno vključiti v upravljanje korporacije, hkrati pa se bojijo, da bodo drugi veliki delničarji in zaposleni v pogajanjih z upravo pridobili posebne ugodnosti. To bi se kazalo v posebnih ugodnostih za določene delničarje in zaposlene ter tudi za menedžerje, ki v postopku pogajanj lahko prestopijo na stran velikih delničarjev in zaposlenih.

Če bodo manjšinski delničarji in tuji investitorji, ki zaradi različnih razlogov (vključno zaradi velike razdalje in visokih stroškov) ne morejo sodelovati pri korporacijskem upravljanju, imeli neodvisnega člana v nadzornem svetu, bodo čutili večjo zaščito pred nevarnostjo, da bi veliki delničarji, zaposleni ali uprava delovali izključno v svojem interesu. Ta član bo nadzoroval odločitve, ki se nanašajo na podeljevanje različnih posebnih ugodnosti. Investitorjem se bodo vlaganja v slovenske korporacije zdela manj tvegana, če bodo imeli neodvisni člani nadzornih svetov pomembno vlogo pri nadzoru ugodnosti, ki se lahko podelijo delničarjem, menedžerjem in zaposlenim.

Varstvo manjšinskih delničarjev in tujih investitorjev bi bilo mogoče zagotoviti tudi tako, da bi tako delničarji kot zaposleni morali v nadzorni svet izvoliti enak delež neodvisnih članov, ki bi se vključili v komite za nadzor posebnih ugodnosti, ki se podeljujejo delničarjem, menedžerjem in zaposlenim. Zaščito manjšinskih delničarjev bi bilo dodatno mogoče povečati tudi z uvedbo kumulativnega glasovanja (*cumulative voting*) pri volitvah neodvisnih predstavnikov delničarjev v nadzorni svet. Takšen glasovalni postopek bi spodbudil tudi tuje investitorje k sodelovanju v slovenskih korporacijskih odborih.

Za spodbujanje vlaganj ameriških institucionalnih investitorjev v slovenske korporacije se priporočajo mehanizmi korporacijskega upravljanja, ki so znani tem vlagateljem. Priporočljivo je, da bi v pomembnih nadzornih komitejih sodelovali neodvisni direktorji ter da bi v slovensko ureditev uvedli sistem, ki delničarjem omogoča vlaganje njihovih predlogov (*shareholder proposal system*), podobno kot to ureja določba 14a-8 ameriškega zveznega zakona o trgu vrednostnih papirjev iz leta 1934.

SKLEP

Struktura in sestava odbora se odzivata na socialno, ekonomsko in politično okolje, v katerem korporacija deluje. Namen tega dela je bil razložiti, zakaj imajo ameriške korporacije enotirni sistem upravljanja ter zakaj imajo nemške in slovenske korporacije dvotirno strukturo. Ne gre za to, da je en sistem učinkovit in drug ne. Kot je bilo že zapisano, v ZDA ni bilo nikoli potrebe za varovanje prostora za izvajanje menedžerskih pooblastil. V sistemu z velikim številom majhnih, razpršenih delničarjev je bila prevlada menedžerjev (*managerialism*) samoumevna stvarnost. Z vse večjim pojavom institucionalnih delničarjev se je pojavilo tudi vprašanje primernosti starega sistema v spremenjenih okoliščinah, saj se je izkazalo, da v sistemu odborov obstajajo pomanjkljivosti pri mehanizmu zaščite interesov delničarjev pred menedžerskimi prekoračitvami pooblastil. Reforme odborov, kot na primer imenovanje neodvisnih direktorjev ter oblikovanje revizijskega komiteja, komiteja za nagrajevanje in komiteja za imenovanja, so bile ustrezen odgovor na nove razmere ter so spremenile sestavo in strukturo korporacijskih odborov. Obenem pa je v stroki prodrlo spoznanje, da se demografska sestava ZDA zelo spreminja ter da poslovni svet postaja vse bolj globalen. V ZDA je poslovni uspeh postal odvisen od sposobnosti poslovnih subjektov začutiti spreminjajoče se potrebe potrošnikov in zaposlenih. Katere stroške naj korporacija prevzame nase, da bo ustregla spreminjajočim se potrebam svojega okolja? Uvedba načela različnosti v strukturo korporacijskih odborov ni bila zgolj posledica gibanja za enakopravnost, temveč tudi sredstvo korporacij za dostop do pomembnih virov, kar jim omogoča učinkovito odzivanje na negotovosti v okolju. S pojavom različnosti direktorskih odborov so ameriške korporacije začele svoj zavestni pohod proti tipu kapitalizma, ki je potreben za uspeh v današnji ekonomiji in se hkrati odziva na različne potrebe deležnikov, ki ga imenujem kapitalizem raznolikosti.

V Nemčiji je bila javna vloga korporacije vedno jasna. Slovenski korporacijski sistem pa izhaja iz prejšnjega sistema korporacij, ki so bile v državni lasti in v katerih je politika imela velik vpliv. Delavci so bili pri upravljanju udeleženi skozi jugoslovanski sistem samoupravljanja. Drastične spremembe v konceptu korporacije, na podlagi katerih bi bila prekinjena tradicija zasledovanja tudi drugih, zunanjih in ne zgolj delničarskih interesov, bi v začetku tranzicijskega obdobja po vsej verjetnosti spodkopale politično stabilnost ali vsaj legitimnost zasebnega podjetništva v Sloveniji. Dvotirni sistem je primeren za izvajanje relacijskih funkcij v korporaciji, hkrati pa zagotavlja menedžerjem potrebno vsakodnevno diskrecijo pri opravljanju poslov. Soodločanje zaposlenih omogoča korporacijam dostop do pomembnih virov – perspektive zaposlenih in po možnosti lojalnost in predanost zaposlenih ter zmanjšuje možnost delavskih konfliktov. Sodelovanje zaposlenih v nadzornem svetu zagotavlja

tudi, da relevantne skupine zunaj korporacije priznajo njeno legitimost. Dvotirna struktura korporacije omogoča sodelovanje zaposlenih z izravnanim hierarhije, ki bi sicer obstajala med nadzornim svetom in upravo. V vsakodnevni odnosih ima uprava pooblastila za dajanje navodil zaposlenim, ki jih morajo ti izpolnjevati. Sočasno pa članstvo v nadzornem svetu zagotavlja zaposlenim pomembno priložnost za sooblikovanje korporacijske politike. Kljub vsebinsko večjim pristojnostim uprave v primerjavi s pristojnostmi menedžmenta v enotirni sistemu se v dvotirni sistemu dejanska moč uprave zmanjša z dodatnim mehanizmom izravnanim hierarhije, in sicer s pravili o skupnem zastopanju in vodenju poslov članov uprave. Ta struktura bi lahko koristila tudi ameriškim korporacijam. Končamo lahko z ugotovitvijo, da je dvotirni sistem v osnovi dovolj dobro zasnovan, da zadosti potrebe slovenskih korporacij.

Slovenske korporacije se tako kot ameriške soočajo z globalnimi tržišči. V tem trenutku je za slovenske korporacije najbolj pomemben dostop do tujega kapitala, ki zaradi globalizacije svetovne ekonomije postaja vedno bolj mobilni. Da bi slovenske korporacije pritegnile tuj kapital, posebno kapital ameriških institucionalnih investitorjev, bodo morale zadovoljiti potrebe ter pričakovanja teh investitorjev. Pri tem je zelo pomembno pojasniti tujim investitorjem, kakšne so prednosti sodelovanja zaposlenih pri upravljanju ter dvotirnega sistema kot celote. V nadaljevanju so povzete reforme, o uvedbi katerih bi bilo treba razmisliti v Sloveniji, saj bi te lahko izboljšale nadzor menedžerjev. Res pa je, da tisto, kar velja kot koristno za ameriško korporacijo, ne velja nujno tudi za slovensko korporacijo, ki deluje v drugačnih okoliščinah. Zato lahko v tem delu navedena priporočila in argumente najboljše ocenijo tisti, ki vsakodnevno delujejo v teh korporacijah.

SEZNAM PRIPOROČIL

A. V zakonu o gospodarskih družbah so priporočljive naslednje spremembe:

1. Zagotovitev letnih volitve članov uprave s strani nadzornega sveta.
2. Dopustitev nadzornemu svetu odpoklic članov uprave z utemeljenim razlogom ali brez njega.
3. Zahteva, da je uprava sestavljena iz najmanj treh (ali petih) članov.
4. Opustitev zahteve po soglasju pri sprejemanju odločitev uprave ter namesto tega uvedba nižje potrebne večine.
5. Zagotovitev soglasja nadzornega sveta v zadevah, ki so navedene v poglavju »Soglasje nadzornega sveta«.
6. Prepoved sprememb tistih določb statuta, ki se nanašajo na pridobitev soglasja nadzornega sveta v zadevah, ki so navedene v poglavju »Soglasje nadzornega sveta«.

7. Prepoved sprememb preglasovanja nadzornega sveta, kadar ta podeli ali ne podeli soglasja v zadevah, navedenih v poglavju »Soglasje nadzornega sveta«.
 8. Sprejem pred kratkim uveljavljene novele nemškega prava, ki zadeva poročanje zunanjih revizorjev neposredno nadzornemu svetu (ali pristojni komisiji) ter udeležbo zunanjih revizorjev na sejah nadzornega sveta, na katerih se obravnava njihovo poročilo.
 9. Prepoved glasovanja članov nadzornega sveta po pooblaščenih.
 10. Zagotovitev enakega zastopstva članov zaposlenih in članov delničarjev v komisijah, razen kadar se člani nadzornega sveta ne dogovorijo drugače, pri čemer morajo ta dogovor vsako leto obnoviti.
 11. Pretehtati, ali je koristno dopustiti delegacijo določenih vidikov pristojnosti nadzornega sveta na komiteje, posebno na komite, ki skrbi za sprejemanje nujnih ali običajnih odločitev v času med posameznimi sejami nadzornega sveta. To priporočilo je vezano na sprejem priporočila iz točke 7. Priporočljivo je vključiti pogoj, da je komite dolžan poročati o svojih odločitvah na eni od naslednjih sej nadzornega sveta.
 12. Prepoved delničarskih sporazumov v javnih korporacijah, ki vsebujejo določbe s področja funkcij nadzornega sveta in uprave. Če takšne določbe vsebujejo delničarski sporazumi zaprtih korporacij, morajo biti sprejeti s soglasjem vseh delničarjev, poleg tega pa morajo biti v njih fiduciarne dolžnosti prenesene z direktorjev na delničarje.
 13. Sprejem posebnih določb o fiduciarni dolžnosti člana nadzornega sveta glede zaupnosti poslovnih informacij, ki so pridobljene pri opravljanju funkcije člana nadzornega sveta.
 14. Sprejem sistema, ki delničarjem omogoča vlaganje njihovih predlogov (*shareholder proposal system*), podobno kot to ureja določba 14a-8 ameriškega zveznega zakona o trgu vrednostnih papirjev iz leta 1934.
- B. Slovenska javna korporacija bi lahko razmislila o naslednjih priporočilih:
15. Če še niso bili ustanovljeni posamezni komiteji nadzornega sveta, naj se ustanovijo finančnorevizijski komite, poslovnostrateški komite in komite za imenovanje menedžerjev ter naj se razvijejo smernice in postopki za njihovo delovanje.
 16. Prepoved, da bi upokojeni predsednik uprave sodeloval kot predsednik nadzornega sveta ali predsednik katerega njegovih komitejev.
 17. Zagotovitev jasnih pravil glede zaupnosti poslovnih informacij ter njihovo objavlanje, obveščanje članov nadzornih svetov o njihovem obstoju, letna razdelitev pisnih kopij teh pravil članom ter razprava o teh pravilih na letnih sejah nadzornega sveta. Treba je tudi jasno izraziti namen korporacije, da bodo proti direktorjem, ki bi kršili ta pravila, nemudoma uvedene sankcije.
 18. Spodbujanje zaposlenih in delničarjev, da izberejo vsak enako število

neodvisnih članov nadzornega sveta, ki bodo skrbeli za pregled različnih ugodnosti, ki jih korporacija zagotavlja posameznim delničarjem, menedžerjem in zaposlenim.

19. Sprejem določb o kumulativnem glasovanju, ki bodo manjšinskim delničarjem dajale možnost sodelovanja v korporacijskem upravljanju, če bodo tako želeli.

DRUGI DEL

STEPHEN M. BAINBRIDGE
 profesor, UCLA School of Law

OMEJEVANJE DELNIČARSKEGA AKTIVIZMA V ZDRUŽENIH DRŽAVAH AMERIKE IN SLOVENIJI

Prevedla Barbara Rajgelj

POVZETEK

Ta članek, ki je bil pripravljen za konferenco o slovenskem korporacijskem upravljanju, se ukvarja s korporacijskopravno vlogo velikih institucionalnih investitorjev, ki prevladujejo v lastniški strukturi slovenskih privatiziranih podjetij. V primerjavi z ameriškim modelom, za katerega sta že Berle in Means ugotovila, da temelji na ločenosti lastništva in kontrole, razpršenem lastništvu delnic in razpršeni moči delničarjev, je proces privatizacije v Sloveniji povzročil visoko koncentrirano lastništvo slovenskih korporacij. Predmet te razprave je vprašanje, ali je takšna stopnja koncentracije zaželena.

Ta članek dopušča možnost, da delničarski aktivizem velikih institucionalnih investitorjev prinaša nekatere ekonomske koristi pri možnem preprečevanju zastopniških stroškov, vendar kljub temu zagovarja mnenje, da te koristi na drugi strani povzročajo prevelike stroške. Pri tem navaja dve vrsti argumentov. Prvič, obstaja precejšnja nevarnost, da bodo veliki delničarji izkoristili svoj kontrolni položaj za samotrgovanje ali da bodo kako drugače prikrajšali manjšinske delničarje. Izkušnje kažejo, da je nevarnost samotrgovanja posebej velika v tranzicijskih gospodarstvih, med katera sodi tudi slovensko. Drugič, ameriški model, ki temelji na ločenosti lastništva in kontrole, razpršenem lastništvu delnic in razpršeni kontroli delničarjev, prinaša številne prednosti v smislu večje učinkovitosti sistema. Niti delničarji niti katera koli druga zainteresirana oseba nima dovolj informacij ali spodbud, ki so potrebne za sprejemanje utemeljenih odločitev glede operativnih vprašanj ali glede vprašanj gospodarske politike korporacije. Problemu kolektivnega delovanja, ki preprečuje tehtno udeležbo delničarjev, se je zelo težko in drago izogniti. Namesto tega bodo delničarji raje nepreklicno delegirali svojo pristojnost odločanja na manjšo skupino oseb, to je na direktorski odbor. Ker delegacija pristojnosti prinaša bistvene prednosti, mora biti varovanje pooblastil menedžerjev vedno temeljno izhodišče. Ločitev lastništva od kontrole, ki je temelj ameriškega korporacijskega prava, ima točno ta učinek. Nadaljnje omejitve delničarskega aktivizma, ki jih predpisuje ameriško pravo vrednostnih papirjev, opravičujejo razlogi učinkovitosti.

V nadaljevanju je v članku predstavljen kratek pregled tovrstnih omejitev, pri čemer so obravnavani štirje specifični vidiki ameriškega prava vrednostnih papirjev: (1) določbe o razkritju podatkov, ki se nanašajo na velike delničarje, (2) pravila o glasovanju in komuniciranju z delničarji, (3) pravila o trgovanju na podlagi notranjih informacij in (4) pravila o špekulantskih dobičkih. Članek se konča s pregledom primerljivih določb slovenskega prava, pri čemer avtor ugotavlja, da je slovensko pravo v mnogih vidikih podobno ameriškemu modelu. Žal pa državno lastništvo in politični vpliv velikih delničarjev porajata dvome o tem, ali bo v Sloveniji dovolj politične volje za uvedbo pomembnejših omejitev moči institucionalnih investitorjev.

JEL Classifications: G30, K22, P30

Omejevanje delničarskega aktivizma v Združenih državah Amerike in Sloveniji

Slovenska družbena podjetja so bila privatizirana z obvezno razdelitvijo deležev javnim skladom, zaposlenim, nekdanjim zaposlenim in z javno prodajo.¹ Posledica tega procesa je, da je lastništvo deležev v slovenskih korporacijah razdeljeno med relativno nevplivne male delničarje. Zaradi tega se temeljni gradbeni kamni slovenskega korporacijskega upravljanja bistveno razlikujejo od ameriških.

Kot sta pojasnila že Berle in Means (1932) v svojem znamenitem delu, je za ameriške korporacije značilna ločenost lastništva in kontrole (*separation of ownership and control*): nominalni lastniki podjetja, torej delničarji, praktično nimajo nobenega vpliva ne na vsakodnevne posle, prav tako pa ne na oblikovanje dolgoročne gospodarske politike podjetja. Namesto tega je odločanje dodeljeno profesionalnim menedžerjem, ki so praviloma lastniki zgolj majhnega deleža podjetja. Tovrstna ločenost je temelj ureditve ameriškega korporacijskega prava – v vseh zveznih državah korporacijski zakoni dajejo največ pooblastil v formalni strukturi odločanja članom direktorskega odbora (*board of directors*). Ali kot določa 141. člen Splošnega korporacijskega zakona države Delaware, mora »poslovanje in notranje zadeve korporacije voditi direktorski odbor sam ali kdo drug po njegovih navodilih«. Torej večino korporacijskih odločitev sprejmejo direktorski odbor ali njegovi podrejeni. Delničarji pravzaprav nimajo nikakršne pristojnosti sprejemanja korporacijskih dejanj, poleg

¹ Deli tega članka so iz članka, ki je bil napisan skupaj s profesorjem Radom Bohincem z Univerze v Ljubljani (Bohinc in Bainbridge 2000). Omenjeni članek podrobneje obravnava privatizacijske procese.

tega pa so upravičeni odobriti samo nekatere odločitve odbora oz. nasprotovati samo nekaterim njegovim odločitvam. Zakoni torej vzpostavljajo model odločanja, v katerem odločitve sprejema direktorski odbor, delničarji pa se večinoma lahko samo odzivajo na te odločitve.

Neposredno omejevanje pooblastil delničarjev, ki je neločljivo povezano z ameriškim korporacijskim pravom, dopolnjujejo številni drugi ekonomski in pravni mehanizmi, ki preprečujejo, da bi institucionalni investitorji imeli prevelik vpliv na korporacijsko odločanje. Institucionalni investitorji brez dvoma vedno bolj prevladujejo na ameriških trgih vrednostnih papirjev. Poleg tega začenjajo imeti dejavnejšo vlogo pri korporacijskem upravljanju, kot so jo imeli v preteklosti. Kljub temu za zdaj še vedno velja, da imajo institucionalni delničarji v ZDA manjši vpliv kot v mnogih evropskih državah, vključno s Slovenijo.²

In zakaj je to vprašanje sploh pomembno? V tem trenutku je Slovenija na dobri poti k popolni vključitvi v evropsko gospodarstvo ter verodostojna kandidatka za vstop v EU. Vendar pa bodo za zvišanje življenjskega standarda državljanov in za doseg polnopravnega članstva v EU v Sloveniji potrebne nadaljnje reforme in gospodarska rast. Eden od najpomembnejših instrumentov za povečevanje učinkovitosti gospodarstva je sistem korporacijskega upravljanja,³ glede katerega bo morala Slovenija v prihodnosti sprejeti še precej odločitev. Med njimi je tudi odločitev glede obsega, v katerem bodo institucionalni investitorji spodbujeni k dejavni vlogi v korporacijskem upravljanju oz. omejevani pri tem. Ta razprava ne zanika, da sodelovanje institucionalni investitorjev v korporacijskem upravljanju prinaša ekonomske prednosti, vendar hkrati zagovarja stališče, da rezultat tehtanja med prednostmi in slabostmi tega sodelovanja pokaže, da je za Slovenijo boljši sistem, ki ta pooblastila omejuje.

Vpliv aktivizma institucionalnih investitorjev na korporacijsko upravljanje

Čeprav natančni podatki o deležu institucionalnega lastništva niso na voljo, ni dvoma o tem, da je privatizacija v slovenskih korporacijah povzročila precejšnjo stopnjo institucionalnega lastništva. Bohinc (2000) navaja, da je 80 % lastniškega kapitala v lasti razmeroma majhnega števila institucij – pokojninskih skladov, bank, zavarovalnic, investicijskih družb in državno kontroliranih skladov. Nasprotno je v ZDA, čeprav je okrog 50 % lastniških vrednostnih papirjev v lasti institucij, lastništvo velikih svež-

² Za pregled lastniške strukture podjetij v Sloveniji in državah članicah EU glej Bohinc (2000).

³ Domnevam, da učinkovito korporacijsko upravljanje lahko pospeši celotno gospodarsko učinkovitost, čeprav dopuščam možnost, da ekonomske učinke reforme korporacijskega upravljanja pogosto lahko zasenčijo drugi ekonomski dejavniki.

njev zelo redko koncentrirano v rokah posameznega investitorja.⁴ Kot poudarja Black (1990), imajo v ZDA le redke korporacije institucionalne delničarje, ki imajo v lasti več kot 5–10 % njihovih delnic. Tudi sodelovanje med institucijami je zelo redek pojav.

Nadaljnjo razliko med ameriškim in slovenskim modelom je mogoče najti v obnašanju institucionalnih investitorjev. V ZDA so institucije kljub povečanemu aktivizmu v zadnjih letih še vedno precej pasivne. Nasprotno pa so slovenske institucije v korporacijskem upravljanju in odločanju dejavne. Te institucije pravzaprav postajajo vedno bolj agresivne, saj se vmešavajo celo v vsakdanje posle, ki jih opravlja uprava. Dejavno sodelujejo na skupščinah delničarjev, izbirajo kandidate za člane nadzornih svetov, dejansko kontrolirajo imenovanje članov uprave in ustvarjajo različne neformalne oblike pritiska, s čimer poskušajo vplivati na poslovanje uprave. *Glej* Bohinc in Bainbridge (2000).

Poleg velikega obsega deležev institucionalnih investitorjev njihovo moč povečujeta še dva dodatna dejavnika. V prvi vrsti je postalo običajno, da veliki delničarji sklepajo neformalne delničarske sporazume, ki jih zavezujejo k usklajenemu ravnanju (Bohinc 2000). To učinkovito vpliva na koncentracijo lastništva, saj se tako povezujejo imetniki velikih svežnjev delnic. Poleg tega mali delničarji nimajo izkušenj in znanja za upravljanje svoje lastnine. Preprosto ne sodelujejo na skupščinah delničarjev niti sami niti po pooblaščenih, zaradi česar nimajo pomembnejšega vpliva na zadeve korporacije.

Ločenost lastništva in kontrole, ki je značilna za ameriško korporacijsko pravo, povzroča dodatne stroške. Berle in Means (1932, str. 6) sta že pred šestimi desetletji ugotovila: »Ločenost lastništva od kontrole ustvarja položaj, v katerem se interesi lastnikov in menedžerjev lahko, in velikokrat se, razlikujejo« Teoretiki danes pri vprašanju različnosti interesov govorijo o zastopniških stroških (*agency costs*) in pri tem sledijo Jensnu in Mecklingu (1976). Zastopniški stroški so opredeljeni kot vsota stroškov nadzora in vseh drugih stroškov, ki nastanejo zaradi preprečevanja zlorabe položaja (*shirking*), ki ga imajo zastopniki. Zloraba položaja vključuje vsako dejanje člana proizvodne skupine, ki odstopa od interesov skupine kot celote. Ta dejanja ne vsebujejo zgolj namenoma povzročenih goljufivih ravnanj, ampak tudi malomarnost, spregled dolžnosti, nesposobnost in celo napake, storjene v dobri veri. Z drugimi besedami

⁴ Običajno se sistemi korporacijskega upravljanja delijo na tržno usmerjene modele z aktivnim kapitalskim trgom in razpršenim lastništvom ter na bančno usmerjene modele z manj aktivnim kapitalskim trgom in visoko koncentriranim lastništvom (najpogosteje s strani bank). Ameriški sistem sodi v prvo skupino, medtem ko je Nemčija dober primer bančno usmerjenega modela (Visentini 1998). Glede na visoko stopnjo institucionalnega lastništva je slovenski sistem bližje bančno usmerjenemu modelu. Glavna razlika med slovenskim in nemškim modelom pa je, da so v Sloveniji banke zgolj eden izmed pomembnih institucionalnih investitorjev.

zloraba položaja je kršitev racionalnosti in oportunitizma, na katerih temelji zastopniško razmerje.

Enoosebno lastništvo brez zastopnikov bo odpravilo vse stroške preprečevanja zlorabe položaja, saj je optimalno razmerje med delom in užitek lastnika po definiciji enako optimalnemu razmerju, ki velja za njegovo podjetje. Vendar pa zastopniki podjetja ne bodo odpravili vseh stroškov zlorabe: principal sicer res pobere vse sadove zastopnikovega trdega dela, vendar zastopnik dobi celotno vrednost svoje zlorabe. Alchian in Demsetz (1972) sta ponudila koristen primer dveh delavcev, ki sta skupaj nalagala težke zaboje na tovornjak. Mejno produktivnost vsakega delavca je zelo težko meriti, njun skupni učinek pa je težko razdeliti v individualni sestavini. V takšnih situacijah sta pridobivanje informacij o produktivnosti posameznega člana skupine in primerno nagrajevanje vsakega od njih zelo težavni in dragi. Pomanjkanje takšnih informacij spodbuja vsakega od članov skupine k zlorabi, saj obstaja velika verjetnost, da posameznikova nagrada ne bo odsevala vloženega truda.

Čeprav imajo zastopniki ex post močne spodbude za zlorabo položaja, imajo ex ante enako močne spodbude za to, da se držijo pravil, ki so zajeta v pogodbi, s katero naj bi se preprečile njihove zlorabe. Racionalno sestavljanje pogodb preprečuje podjetjem in zastopnikom, da bi oblikovali popolne pogodbe, ki bi absolutno preprečile zlorabe. Namesto tega mora obstajati sistem naknadnega nadzora: nekakšen mehanizem za odkrivanje in kaznovanje zlorab. Ena od bistvenih nalog menedžmenta je zato nadzor nad različnimi vložki, ki jih posamezniki vlagajo v uspeh skupine: menedžment meri mejno produktivnost vsakega člana skupine in na podlagi pridobljenih podatkov sprejema ukrepe za zmanjšanje zlorab.

Kot priznavata tudi sama utemeljitelja tega modela Alchian in Demsetz, se pri tem modelu prej ali slej zastavi vprašanje, kdo bo nadzoroval nadzornike. V vsaki organizirani skupini mora obstajati zadnji nadzornik, ki ima zadosti spodbud, da zagotavlja produktivnost skupine ne glede na to, da njega nihče ne nadzoruje. V nasprotnem primeru se zapletemo v neskončno verigo nadzornikov, ki nadzirajo sebi podrejene nadzornike. Alchian in Demsetz sta rešila to dilemo tako, da sta združila vlogi zadnjega nadzornika in končnega upravičenca. Če je zadnji člen v verigi, ki mu pripada čisti dobiček podjetja, hkrati tudi končna nadzorna instanca, je spodbujen k odkrivanju in kaznovanju zlorab drugih v podjetju, saj je njegova nagrada oz. dobiček v celoti odvisen od tega, kako uspešen je njegov nadzor.

Žal pa ta elegantno oblikovana teorija odpove točno na tistem mestu, na katerem naj bi bila najbolj izdelana. Zaradi ločenosti lastništva in kontrole preprosto ne ustreza strukturi sodobne ameriške javne korporacije. Kot končni upravičenci bi morali v korporaciji kot zadnji nadzorniki nastopati delničarji. Čeprav ameriško pravo delničarjem zagotavlja nekatere izvršilne in volilne pravice, so te pridržane zgolj za izjemne situacije. Praviloma delničarji ameriških javnih korporacij nimajo ne pravnih sred-

stev ne stvarnih možnosti in želje, da bi izvrševali kontrolo, ki je potreben za nadzor nad delom zastopnikov korporacije.

Institucionalni investitorji naj bi se vsaj potencialno obnašali drugače kot razpršeni individualni lastniki. Ker so imetniki velikih deležev in so spodbujeni k razvijanju specializiranega strokovnega znanja, bi lahko imeli precej dejavnejšo vlogo v korporacijskem upravljanju kot razpršeni lastniki. Institucionalni lastniki z velikimi svežnji delnic imajo več moči za to, da od menedžerjev zahtevajo odgovornost za dejanja, ki niso v interesu delničarjev. Lažji dostop do informacij in koncentrirana glasovalna moč jim omogočata, da dejavno nadzorujejo poslovanje podjetja in opravijo spremembe v sestavi direktorskega odbora, kadar rezultati korporacije ne izpolnjujejo pričakovanj (Roe 1994). Korporacije, v katerih so institucionalni investitorji lastniki velikega deleža osnovnega kapitala, so zato podobne modelu podjetja, ki sta ga oblikovala Alchian in Demsetz, v katerem končni upravičenec nastopa kot zadnji nadzornik zastopnikov podjetja. Rezultat koncentracije lastništva v rokah institucionalnih investitorjev je zato lahko zmanjšanje števila zlorab in znižanje zastopniških stroškov.⁵ Končni rezultat takšne ureditve pa naj bi bil učinkovitejše gospodarstvo.

Roe (1994) v svojem delu *Strong Managers, Weak Owners* navaja različne dokaze o dejavnejši vlogi institucionalnih investitorjev v korporacijskem upravljanju. Ob izidu tega dela je ta ugotovitev vsaj delno držala: institucije so postajale vse dejavnejše, resneje so uresničevale svojo glasovalno pravico, za obrambo svojih interesov pa so izkoriščale sistem pooblaščenecv (*proxy system*). Pri prevzemih so vedno večkrat glasovali proti obrambnim mehanizmom, ki jih je predlagala uprava, podprli pa so predloge delničarjev, ki so vključevali odstranitev obstoječih obrambnih mehanizmov. Številne institucije tudi niso več rutinsko glasovale za ponovno izvolitev že obstoječih članov direktorskih odborov. Manj očitno so institucije vplivale na poslovno politiko in sestavo direktorskega odbora, in sicer s pomočjo pogajanj z menedžmentom.

V nasprotju s tem je Black (1998) ugotovil razmeroma malo dokazov za to, da ima delničarski aktivizem sploh kakšne učinke. Celo najdejavnejši institucionalni investitorji so za dejavno korporacijsko upravljanje porabili zgolj neznatne zneske. Institucije namenjajo malo pozornosti nadzoru menedžmenta. Nasprotno. Praviloma trdijo, da nimajo sposobnosti in interesa za odločanje o specifičnih vprašanih gospodarske politike podjetja. Redko sprožijo postopek zbiranja delničarskih pooblastil ali oblikujejo delničarske predloge. Praviloma ne poskušajo izvoliti svojih predstavnikov v direktorski odbor. Institucionalni investitorji redko medsebojno usklajujejo svoje delovanje.

⁵ Po drugi strani Black (1998) ugotavlja, da empirične študije o aktivizmu ameriških institucionalnih investitorjev kažejo, da »ni pomembnejše zveze med uspešnostjo poslovanja podjetja in deležem delnic, ki je v rokah institucionalnih investitorjev«.

Kljub predpostavki, da ima aktivizem institucionalnih investorjev svoje pozitivne učinke, lahko koristi institucionalne kontrole povzročajo prevelike stroške.⁶ Kot navaja Roe (1994), obstajajo zadostni dokazi o tem, da je kontrola bank nad trgom vrednostnih papirjev škodoval japonskemu in nemškemu gospodarstvu s preprečevanjem razvoja novih poslovnih subjektov in panog. Čeprav je bilo v Sloveniji v postprivatizacijskem obdobju ustanovljenih veliko število novih gospodarskih družb, so po svoji ekonomski moči nepomembne tako posamezno kot vse skupaj (Bohinc in Bainbridge 2000). Visoka stopnja institucionalizacije slovenskih trgov bo zato lahko negativno vplivala na razvoj tveganih kapitalskih naložb, ki poganjajo ameriško gospodarstvo.

Ker nas v tem delu zanima predvsem upravljanje privatiziranih delniških družb, se ta razprava osredotoča na vprašanje nevarnosti, da bodo institucionalni investitorji zlorabili svojo kontrolo za samotrgovanje (*self-dealing*) in druge oblike prekoračitve pooblastil. Roe (1994) v svoji tehtni študiji o institucionalnem lastništvu trdi, da lastništvo velikih svežnjev delnic lahko izboljša rezultate poslovanja podjetja, saj personificira skupnost delničarjev. Trdi, da je lojalnost posameznim, realnim osebam večja spodbuda za delo menedžmenta kot lojalnost abstraktni skupnosti malih delničarjev. Težava je seveda v tem, da se interesi velikih in malih delničarjev pogosto razhajajo (Rock 1991, Rosenbaum 1991). Če menedžment postane bolj zavezan interesom večinskih delničarjev, se lahko zgodi, da na drugi strani manj pozornosti posveča interesom manjših investorjev.

Primarni razlog za zaskrbljenost je nezmanjšana prisotnost državno kontroliranih skladov, ki so zelo veliki delničarji v nominalno privatiziranih slovenskih korporacijah. Kot lastnik država ravna zelo podobno kot drugi institucionalni lastniki; je dejaven udeleženec korporacijske strukture, zlasti v gospodarskih panogah, v katerih je prisoten javni interes. V takšnih podjetjih država nastopa hkrati v dveh vlogah: kot delničar in kot regulator. Takšna dvojna vloga omogoča, da se korporacijske odločitve podredijo političnim ciljem. Obstaja velika nevarnost političnega vmešavanja ne le v dolgoročno korporacijsko politiko podjetja, ampak tudi v vsakodnevno poslovanje in kadrovska vprašanja. Negativne ekonomske učinke državnega lastništva dokazuje tudi nedavna empirična študija, izvedena v nekaterih srednje- in vzhodnoevropskih državah, vključno s Slovenijo, ki ugotavlja, da so podjetja, ki so privatizirana vsaj 4 leta, 3- do 5-krat hitreje povečevala svojo produktivnost kot podjetja, ki so še vedno v državni lasti. Glej Pohl (1997).

Tudi ameriške izkušnje glede socialno naravnanih investicij pokojninskih skladov kažejo, da pomeni politizacija lastništva delnic za gospodarstvo veliko breme. Simon (1993, str. 166) celo pravi, da »pot v sociali-

⁶ Black (1998) trdi, da je »težko biti zoper aktivizem institucionalnih investorjev«. Nasprotno pa je veliko argumentov, ki nasprotujejo takšnemu aktivizmu, podrobneje pojasnjenih pri Bainbridge (1995).

zem ali socialno naravnani model investiranja morda vodi prek obsežnih, državno reguliranih sistemov pokojninskega financiranja«. To je perspektiva, s katero se ukvarjajo tranzicijska gospodarstva, vključno s Slovenijo, ki so ravno prešla iz socialističnega v tržni model gospodarstva. Socialno naravnano investiranje ima precejšnje negativne posledice v smislu manjših donosov, ki jih prinaša investitorjem. Kot pojasnjuje Roberta Rmano (1993), na splošno velja, da večja ko je stopnja neposredne politične kontrole javnega pokojninskega sklada, slabši so njegovi investicijski donosi.

Drugo, splošnejše vprašanje je možnost, da bodo institucionalni investitorji uporabili svoj položaj za samotrgovanje in si bodo na primer prilastili nesorazmerno visok delež dobička. Obstaja precej dokazov o tem, da je nevarnost samotrgovanja velikih institucionalnih investitorjev zelo velika. V ZDA je bilo npr. obdobje ob prelomu stoletja v zavarovalniški industriji obdobje nepoštenih zaslužkov, saj so menedžerji v zavarovalnicah pridobivali kredite z izredno nizkimi obrestnimi merami in službe v podjetjih, ki so bile v njihovem portfelju (Roe 1994, str. 67). V Rusiji je privatizacija v devetdesetih letih povzročila »kleptokracijo« kontrolnih investitorjev, ki so bili vpleteni v nebrzdano samotrgovanje (Black et al. 1999).⁷ Prav tako je tudi na Češkem postprivatizacijska konsolidacija lastništva delnic pripeljala do zelo razširjenega plenjenja privatiziranih podjetij s strani kontrolnih delničarjev.⁸

Če drži temeljno načelo ameriškega korporacijskega prava, da ločitev lastništva in kontrole prinaša ekonomske koristi, bi tudi ob precej radikalni predpostavki o popolni nesebičnosti institucionalnih investitorjev ugotovili, da je njihova dejavna vloga v podjetjih nezaželeno. Veliko je razprav o tem, ali različni modeli korporacijskega prava prinašajo primerjalne prednosti za narodno gospodarstvo, relativne prednosti različnih sistemov pa so še vedno močno sporne celo med tistimi, ki menijo, da korporacijsko pravo vpliva vsaj na produktivnost in konkurenčnost narodnega gospodarstva. Čeprav za zdaj to vprašanje brez dvoma ostaja odprto, vse kaže, da ima ameriški model v razmerju do drugih precejšnje prednosti.

Kot pojasnjuje Bainbridge (1995), sta Berle in Means (1932) menila, da je ločitev lastništva in kontrole tako odmik od zgodovinskih norm kot tudi resen ekonomski problem. V resnici pa je ločitev lastništva in kontrole zelo učinkovit odgovor na vprašanja, s katerimi se v postopku odločanja srečujejo velike korporacije. Delo Kennetha Arrowa (1974) o organizacijskem odločanju opredeljuje dva temeljna mehanizma odločanja: »soglasje« in »avtoriteto«. Mehanizem soglasja se uporablja v situacijah,

⁷ Ruska izkušnja se seveda zelo razlikuje od slovenske, saj je struktura ruske privatizacije dovoljevala prodajo kontrolnih deležev kriminalcem, ki so svoje nakupe financirali tako, da so na različne načine prevarali vlado.

⁸ Po drugi strani Edwards in Weichenrieder (1999) trdita, da ekonomske koristi koncentriranega lastništva v nemškem gospodarstvu presegajo njegove slabosti.

v katerih imajo vsi člani organizacije enake informacije in interese, kar poenostavlja kolektivno odločanje. Nasprotno se strukture odločanja, ki temeljijo na eni avtoriteti, pojavijo tam, kjer imajo člani skupine različne interese in različno količino informacij. V takšnih okoliščinah je kolektivno odločanje zelo nepraktično, zato je vzpostavljeno odločanje, ki temelji na eni sami avtoriteti. Za takšno strukturo je značilen obstoj osrednjega subjekta, pri katerem se zbirajo vse pomembne informacije in ima pooblastilo za sprejemanje odločitev, ki zavezujejo celotno skupino.

Sistem odločanja v malih podjetjih je podoben Arrowemu modelu soglasja. Če podjetje začne rasti, postane zanj model soglasnega odločanja manj uporaben. V trenutku, ko dosežemo velikost korporacije, o kateri govorita Berle in Means, postane uporaba tega modela popolnoma neprijemerna. Pravzaprav sodobna javna korporacija natanko ustreza Arrowemu modelu odločanja, ki temelji na eni avtoriteti. Niti delničarji niti katera koli druga zainteresirana oseba nimajo potrebnih informacij za razumno odločitev o operativnih ali strateških vprašanjih. Vprašanju kolektivnega delovanja, ki preprečuje tehtno udeležbo delničarjev, se je zelo težko in drago izogniti. Namesto tega bodo delničarji raje nepreklicno delegirali svojo pristojnost odločanja na manjšo skupino oseb. Ločitev lastništva in kontrole z delegacijo pristojnosti odločanja na osrednji, od delničarjev različen subjekt je tisto, kar omogoča delovanje velikih javnih korporacij.

Ločitev lastništva in kontrole brez dvoma povzroča zgoraj opisane zastopniške stroške. Natančen pogled na vprašanje zastopniških stroškov pa lahko zelo hitro izkrivi razumevanje tega vprašanja. Korporacijski menedžerji delujejo po natančno določenih mehanizmih odgovornosti, ki nadomeščajo nadzor s strani končnih upravičencev. Različni tržni mehanizmi pri tem povzročajo pomembne omejitve. Trg kapitala in izdelkov, notranji in zunanji trg dela ter trg korporacijske kontrole omejujejo možnost, da zastopniki podjetja zlorabijo položaj. Poleg tega je pravni sistem izdelal različne mehanizme, ki nadomeščajo neučinkovit nadzor s strani delničarjev. Oblikujejo se alternativne nadzorstvene strukture, kot npr. direktorski odbori, ki zagotavljajo kaznovanje in preprečevanje kršitev zastopnikov podjetja.

Še pomembnejša ugotovitev je, da so zastopniški stroški neizogibna posledica prenosa pooblastil na nekoga drugega kot končnega upravičenca. Zastopniške stroške bi bilo mogoče precej zmanjšati, če ne celo popolnoma odpraviti, če bi odpravili možnost prenosa pooblastil; dejstvo, da tega ne storimo, kaže, da ima prenos pooblastil bistvene prednosti. Dovršena teorija podjetja zato zahteva, da najdemo ravnotežje med prednostmi prenosa pooblastil na eni strani in zahtevo, da se ta pooblastila odgovorno uporabljajo, na drugi. Upoštevati je treba tako pooblastila kot odgovornost, saj oba mehanizma priznavata vrednote, ki so bistvene za preživetje poslovne organizacije. Žal si obseg pooblastil in obseg odgo-

vornosti v končni fazi nasprotujeta: več enega nujno pomeni manj drugega. Kot opaza Dooley (1992), ki sledi spoznanjem Arrowa (1974), je pooblastilo zahtevati položitev računov v končni fazi pooblastilo za odločanje. Odgovornosti menedžerjev ni mogoče postrožiti, ne da bi s tem hkrati oslabili njihova pooblastila. Oblikovanje pravičnega razmerja med obsegom pooblastil in odgovornostjo je zato eno osrednjih vprašanj korporacijskega upravljanja.

Na podlagi povedanega je jasno, kje so korenine ekonomskih argumentov, ki nasprotujejo delničarskemu aktivizmu. Velik obseg institucionalne udeležbe pri korporacijskem odločanju bi verjetno lahko povzročil razbitje ravno tistega mehanizma, ki omogoča delovanje Berle-Meansove korporacije, in sicer pretežno neizpodbojno centralizacijo pristojnosti odločanja na odbor direktorjev. Glavna ekonomska prednost Berle-Meansove korporacije ni omogočanje kopičenja velikih količin kapitala, kot trdijo nekateri, ampak to, da omogoča hierarhično strukturo odločanja, ki je primerna za reševanje vprašanja delovanja velikih poslovnih korporacij s številnimi zaposlenimi, menedžerji, delničarji, upniki in drugimi proizvodnimi sredstvi. Takšno podjetje mora nekdo voditi: »Ob široko razpršenih informacijah in potrebi po hitrem odločanju je kontrola s strani ene avtoritete bistvenega pomena za uspeh« (Arrow 1974, str. 69). Čeprav Roe (1994, str. 184) trdi, da se delničarski aktivizem »vsaj glede oblike razlikuje od popolnega prenosa pooblastil z menedžerjev na institucije«, gre v resnici zgolj za razliko v obliki. Delničarski aktivizem nujno v sebi zajema možnost, da bodo institucije revidirale odločitve menedžerjev, začele opravljati posle, če menedžerji pri tem ne bodo dovolj uspešni, in uporabile glasovalno pravico za spremembo gospodarske in kadrovske politike. Dejansko se položaj, v katerem se institucijam podeli možnost tovrstne revizije, ne razlikuje dosti od položaja, v katerem imajo možnost neposrednega sprejemanja upravljavskih odločitev: »Če bo vsako odločitev A-ja revidiral B, dosežemo zgolj prenos težišča avtoritete od A-ja k B-ju, ne pa rešitve izvirnega problema alokacije kontrole v okoliščinah raznosmernih interesov in različnih stopenj informiranosti« (Arrow 1974, str. 78). Čeprav se institucionalni investitorji najbrž ne bi spuščali v operativno poslovanje portfeljskih korporacij, bi s podelitvijo pooblastil za revizijo pomembnejših odločitev nanje neizogibno prenesli del pristojnosti, ki sicer pripadajo direktorskemu odboru.

Ker delegacija pristojnosti prinaša bistvene prednosti, ne smemo v imenu povečevanja odgovornosti prehitro poseči v pristojnost odločanja, ki jo imajo menedžerji in direktorski odbor. Varovanje pooblastil menedžerjev mora vedno biti temeljno izhodišče. Ločitev lastništva od kontrole, ki je temelj ameriškega korporacijskega prava, ima točno ta učinek. Nadaljnje omejitve delničarskega aktivizma, ki jih predpisuje ameriško pravo vrednostnih papirjev, opravičujejo razlogi učinkovitosti.

Omejevanje pooblastil institucionalnih investitorjev: primerjava med slovenskim in ameriškim pravom

Slovenija ima kar nekaj različnih možnosti za ureditev korporacijsko-pravnih razmerij, ki zadevajo institucionalne investitorje. Ob podrobnejšem pregledu teh možnosti ugotovimo, da ne zamenjujejo obstoječega sistema, ampak ga zgolj dopolnjujejo. Slovenija lahko v prvi vrsti okrepi določbe korporacijskega prava, ki urejajo varstvo manjšinskih delničarjev. Po ameriškem pravu ima kontrolni delničar fiduciarne obveznosti do manjšinskih. *Glej, npr., Zahn proti Transamerica Corp., 162 F.2d 36 (3d Cir. 1947).* Kontrolni delničar, ki uporabi svoja pooblastila za to, da prisili korporacijo, da sklene pogodbo z delničarjem ali z njim povezanimi osebami na podlagi nepravičnih pogodbenih pogojev, je lahko odgovoren za škodo, ki je s tem povzročena manjšinskim delničarjem. *Glej, npr., Sinclair Oil Corp. proti Levienu, 280 A.2d 717 (Del. 1971).* Prav tako je odgovoren kontrolni delničar, ki uporabi svoj vpliv za dosego združitve, v kateri so manjšinski delničarji izrinjeni iz družbe po nepošteno nizki ceni (*freeze-out merger*). *Glej, npr., Weinberger proti UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).*

Sprejem predpisov o varstvu manjšinskih delničarjev ne bi smel biti sporen. Vendar pa obstaja dvom o tem, ali bodo spremembe teh pravnih predpisov same zase zadostovale. Kot ugotavlja Beglofova in von Thaddnova študija (1999, str. 5) o gospodarstvih v tranziciji, je »varstvo investitorjev vsekakor zelo pomembno, vendar ker je pravni sistem kompleksna tvorba, pravna pravila pa dopolnjujoča, je varstvo investitorjev mogoče doseči le z reformo celotnega pravnega sistema«. Vendar celo samo delno reformo korporacijskega prava lahko spodkopljejo ali onemogočijo politično vplivni imetniki velikih svežnjev delnic. Te splošne probleme v Sloveniji spremlja še šibkost malih delničarjev. V Sloveniji je model korporacijskega upravljanja, ki temelji na lastninski pravici, nov teoretični in pravni koncept. Poleg tega nista razviti ne tradicija ne kultura lastninske pravice, delničarji pa imajo premalo izkušenj za sodelovanje v korporacijskem dialogu in uporabo pravnih sredstev, s katerimi bi zaščitili svoje pravice.

Sprejem predpisov, s katerimi naj bi okrepili varstvo manjšinskih delničarjev, bi morali spremljati tudi drugi ukrepi, kot na primer omejitve institucionalnega lastništva in aktivizma. Roe (1994) trdi, da je ureditev finančnih institucij razlog za to, da ameriški institucionalni investitorji ne delujejo kot Alchian-Demsetzevi končni upravičenci. V 19. stoletju so bile banke majhne in lokalizirane s pomočjo zakonov, ki so prepovedovali ustanavljanje podružnic in meddržavno bančništvo. Možnost bank za financiranje velikih korporacij sta dodatno omejevala tudi neobstoj centralne banke skozi večji del 19. stoletja in zakonodaja New Dealja s področja bančništva. Zavarovalnicam je bilo dolgo časa prepovedano last-

ništvo navadnih delnic. Veliko podobnih ovir pa še vedno omejuje aktivizem ameriških institucij. Zasebnim pokojninskim skladom, ki do nedavne niso bili pomembnejši vir lastniškega kapitala, sedanja ureditev ne daje veliko spodbud za to, da bi njihovi menedžerji igrali pomembnejšo vlogo v korporacijskem upravljanju. Vsi institucionalni investitorji morajo upoštevati pravna pravila s področja vrednostnih papirjev, ki ovirajo oblikovanje velikih svežnjev delnic in povezave med malimi delničarji. Pri vzajemnih skladih so dodatna ovira za imetništvo velikih svežnjev delnic v posameznem podjetju tudi davčni predpisi. Skratka, ameriški pravni sistem kot celota ni z ničimer onemogočil razvoja Berle-Meansove korporacije, morda je celo olajšal njen razvoj, zagotovo pa jo je pomagal ohraniti, saj je preprečil finančnim posrednikom prevzem dejavne vloge pri korporacijskem upravljanju. Naslednje poglavje podrobneje obravnava določbe ameriškega prava vrednostnih papirjev.

Omejitve glede institucionalnih investitorjev po ameriškem pravu vrednostnih papirjev

Posebnost ameriškega zveznega sistema je, da so zadeve notranjih korporacijskopравnih razmerij splošno urejene z zakoni posameznih zveznih držav, in sicer državnim zakonom o inkorporaciji.⁹ Nasprotno pa je pravo vrednostnih papirjev urejeno z zveznimi zakoni. Za našo obravnavo sta najpomembnejša med njimi Zakon o vrednostnih papirjih (*Securities Act*) iz leta 1933 in Zakon o trgu vrednostnih papirjev (*Securities Exchange Act*) iz leta 1934. Zakon o vrednostnih papirjih ureja prvo javno prodajo vrednostnih papirjev izdajatelja. Zakon o trgu vrednostnih papirjev pa ureja celo vrsto zadev, predvsem pa se ukvarja s trgovanjem korporacijskih vrednostnih papirjev na borzah vrednostnih papirjev in drugih sekundarnih trgih. Čeprav se oba zakona ukvarjata z različnimi transakcijami, imata enak temeljni namen, ki je (1) zahtevati od korporacij in drugih izdajateljev vrednostnih papirjev, da zagotovijo popolno razkritje podatkov, kar bo investitorjem omogočilo dostop do vseh informacij, potrebnih za njihovo utemeljeno odločitev, in (2) kaznovati zlorabe, povezane s transakcijami vrednostnih papirjev, in s tem zmanjšati njihovo število.

Le redke določbe zveznih zakonov s področja vrednostnih papirjev so imele namen omejiti pooblastila velikih delničarjev, vendar pa so mnoge med njimi nehote dosegle prav to. Ti zakoni so na položaj delničarjev vplivali na dva načina. Prvič, delničarje so odvrnili od pridobivanja velikih svežnjev delnic. In drugič, odvrnili so jih od medsebojnega povezova-

⁹ Kot je bilo že omenjeno, pravo posameznih zveznih držav omejuje aktivizem institucionalnih investitorjev na dva načina. Prvič, z omejevanjem pristojnosti delničarjev v razmerju do pristojnosti direktorskega odbora, in drugič, z nalaganjem fiduciarnih dolžnosti imetnikom velikih svežnjev delnic v razmerju do manjšinskih delničarjev.

nja in sodelovanja. Pomembni so zlasti štiri zakonski sklopi: (1) določbe o razkritju podatkov, ki se nanašajo na velike delničarje, (2) pravila o glasovanju in komuniciranju delničarjev, (3) pravila o trgovanju na podlagi notranjih informacij in (4) pravila o špekulantskih dobičkih.¹⁰

Določbe o razkritju podatkov, ki se nanašajo na velike delničarje: Zakon o trgu vrednostnih papirjev v 13. (d) členu določa, da mora vsaka oseba, ki pridobi lastništvo več kot 5 % izdanih delnic katerega koli razreda določenega izdajatelja, v 10 dneh od pridobitve predložiti poročilo Komisiji za trg vrednostnih papirjev (*Securities and Exchange Commission*, v nadaljevanju SEC), izdajatelju in borzi, na kateri se trguje s pridobljenimi vrednostnimi papirji.¹¹ Ob kakršni koli bistveni spremembi glede podatkov v poročilu mora biti poročilo dopolnjeno v 10 dneh od te spremembe.

Oseba, ki je zavezana vložiti Obrazec 13D, mora razkriti številne podatke, vključno z:

- identiteto. Fizične osebe morajo razkriti svoje ime, poslovni naslov, poklic in ali so bile kdaj kaznovane zaradi kršitve predpisov o vrednostnih papirjih. Za pravne osebe (npr. korporacije) ne zadostuje zgolj razkritje podatkov o njih samih, kot npr. država ustanovitve in podobno, ampak morajo razkriti tudi identiteto vseh izvršilnih uradnikov in članov direktorskega odbora ter vseh kontrolnih delničarjev. Če so tudi kontrolni delničarji korporacije, je treba razkriti identiteto vseh povezanih korporacij in vsakega izvršilnega uradnika in člana direktorskega odbora zadnje nadrejene korporacije;
- nameni. Investitorji morajo zagotoviti obširno razkritje glede načrtov in ciljev, ki jih imajo nasproti izdajatelju. Sodišča so v svojih odločitvah izrazila mnenje, da morajo investitorji razkriti zlasti to, ali imajo namen kupiti kontrolni delež izdajatelja oz. ali razmišljajo o nakupu;
- povezavami. Obrazec 13 D zahteva razkritje katere koli pogodbe, sporazuma, neformalnega dogovora ali razmerja, ki se nanaša na izdajateljeve vrednostne papirje. Investitor, ki je del skupine (glej spodaj),

¹⁰ Kot pojasnjuje Roe (1994, str. 106–10), so ameriške institucije od oblikovanja velikih svežnjev delnic, ki so potrebni za učinkovit delničarski aktivizem, odvrnili tudi davčni predpisi. Obravnava teh predpisov pa bi presegala namen te razprave.

¹¹ Poleg tega se razkritje lahko zahteva na podlagi 13. (f) ali 13. (g) člena Zakona o trgu vrednostnih papirjev. Skladno s 13. (f) členom in pravilom 13 f-1 morajo menedžerji institucionalnih investitorjev enkrat v četrtletju izpolniti poročilo, ki vsebuje minimalne podatke o vrednostnih papirjih na njihovem računu, katerih skupna tržna vrednost presega 100 000 000 dolarjev in glede katerih imajo menedžerji pristojnost investiranja. Podatki, ki so pridobljeni po 13. (f) členu, SEC obdela in jih da na razpolago javnosti.

Člen 13 (g) zahteva periodična krajša razkritja informacij o višini deležev oseb, ki so zavezane poročanju. SEC zahteva letna poročila (v večini primerov) na Obrazcu 13 G, ki jih morajo predložiti nekateri intitucionalni investitorji. Tem investitorjem ni treba izpolnjevati daljših (in pogostejše zahtevanih) Obrazcev 13 D. Izpolnitev Obrazca 13 G zadostuje samo za investitorje, ki ne nameravajo izvrševati kontrole nad izdajateljem.

mora razkriti vsaj pogoje sporazuma ali neformalnega dogovora med člani skupine. Če je bil sporazum sprejet pisno, mora biti kot dokaz obrazcu priložena kopija sporazuma.

Zahteve 13. (d) člena po razkritju lahko posežejo globoko v investitorjevo zasebnost, zato se lahko zgodi, da nekateri investitorji zaradi tega ne bodo želeli pridobiti več kot 4,9 % delnic korporacije. Poleg tega pa ima 13. (d) člen še eno (domnevno nenamerno) posledico, in sicer odvrča sodelovanje skupin investitorjev. Odstavek 13 (d) (3) določa, da kadar dve ali več oseb pri pridobivanju in posesti delnic ali razpolaganju z njimi delujejo kot skupina, se ta skupina za potrebe tega zakona šteje kot »oseba«. Zaradi tega mora skupina izpolniti Obrazec 13 D, če skupna posest članov delnic preseže 5-odstotni prag. Preden je mogoče trditi, da skupina obstaja, praviloma mora obstajati neke vrste sporazum. Vendar kot dokaz obstoja sporazuma po navadi zadostujejo že posredni dokazi. Že sporazum o skupnem delovanju pri volitvah in/ali kontroli izdajatelja lahko pomeni oblikovanje skupine. *Glej* GAF Corp. proti Milsteinu, 453 F.2d 709 (2 d Cir. 1971), cert. zavrjen, 406 U. S. 910 (1972); pravilo 13 d-5 (b).

Neizpolnitev obveznega razkritja je lahko podlaga za investitorjevo kazensko odgovornost, če je bila kršitev teh pravil namerna, in civilno odgovornost v razmerju do SEC in drugih oseb. Black (1998) poudarja, da ameriški institucionalni investitorji pogosto kot razlog za nizko stopnjo svojega večjega delničarskega aktivizma v korporacijskem upravljanju navajajo dejstvo, da se 13. (d) člen uporablja tudi za skupine investitorjev in nevarnosti kazenske ali civilne odgovornosti ob kršitvah te določbe.

Pravila o komuniciranju delničarjev: Zaradi ločitve lastništva in kontrole, ki jo narekuje ameriško korporacijsko pravo, so celo imetniki velikih svežnjev delnic razmeroma šibki. Namesto tega korporacijo nadzirajo zgolj prek direktorskega odbora. Tako imajo delničarji možnost vplivati na imenovanje članov odbora, kar določa stopnjo vpliva, ki ga bodo imeli nad korporacijo.

Vsi korporacijski zakoni posameznih držav članic določajo, da mora biti skupščina delničarjev sklicana vsaj enkrat letno, in vsebujejo tudi določbe o izrednih sklicih skupščine. Zunaj teh minimalnih zahtev zakoni posameznih držav ne govorijo o mehanizmih komuniciranja med delničarji in korporacijo ter med samimi delničarji. Namesto tega obstaja cela vrsta zveznih predpisov glede delničarskih pooblastil (*proxy rules*), ki so bili sprejeti v okviru 14. (a) člena Zakona o trgu vrednostnih papirjev. Z drugimi besedami, pravo posameznih držav ureja vsebinske vidike delničarskega glasovanja: koliko glasov pripada posameznemu delničarju, kdaj se glasuje, o katerih vprašanjih se glasuje, predpisi na zvezni ravni pa urejajo postopek glasovanja in razkritja podatkov, do katerih imajo delničarji pravico.

Skladno s Pravilom SEC 14 a-3 je prvi korak pri zbiranju pooblastil

razdelitev letnega poročila delničarjem. Letno poročilo mora vsebovati podrobne finančne podatke in obrazložitev menedžmenta o poslovanju podjetja. V osnovi je namenjeno seznanitvi delničarjev s podatki o tekočem poslovanju podjetja, kar naj bi bilo podlaga za njihovo presojo, kako uspešen je menedžment pri vodenju podjetja. Potem ko je letno poročilo v rokah delničarjev, se postopek zbiranja pooblastil lahko začne. Namen tega postopka je prepričati delničarja, da podpiše in datira pooblastilo, s katerim prepusti odločitev na glasovanju pooblaščenca. Poleg podpisa pooblastila SEC zahteva tudi, da pooblaščenec delničarju pošlje poročilo, ki vključuje razkritje podatkov, ki se nanašajo na (1) identiteto pooblaščenca in (2) zadeve, o katerih se bo glasovalo.

Po navadi pooblastila zbirajo le menedžerji, pri čemer mnenja menedžmenta o kandidatih za člane direktorskega odbora in o drugih zadevah običajno dobijo zelo veliko podporo delničarjev. Včasih pa se zgodi tudi, da z zbiranjem pooblastil začne samostojni delničar (t. i. upornik), in sicer kot nasprotnik menedžmenta, ki po navadi predloži svoj seznam kandidatov za člane odbora. V boju za glasovalno pravico se tako koristi od tega postopka podvojijo. Medtem ko mora menedžment pripraviti letno poročilo, morata v postopku zbiranja pooblastil obe strani tega boja pripraviti pooblastila in poročili, ki jih prejmejo delničarji.

Boj za glasovalno pravico je zelo drag postopek. Po navadi se v ta postopek na eni in na drugi strani vključijo pravniki, računovodje, tiskarji in podjetja, ki so specializirana za zbiranje pooblastil, njihovi honorarji pa lahko dosežejo tudi več sto tisoč dolarjev. Pravila korporacijskega prava posameznih zveznih držav, ki urejajo plačila teh stroškov, dajejo menedžmentu v tem pogledu občutno prednost pred možnimi samostojnimi »uporniki«. Menedžerji namreč lahko za plačilo stroškov, ki se pojavijo v postopku zbiranja pooblastil, uporabijo sredstva korporacije, vse dokler so ti stroški »razumni« in boj za glasovalno pravico poteka glede vprašanj »gospodarske politike«, ne pa »zgolj zaradi boja za osebno premoč«. *Glej, npr. Rosenfeld proti Fairchild Enginu & Airplane Corp.*, 128 N.E.2d 291 (N. Y. 1955). Na drugi strani pa mora uporni delničar stroške svojega zbiranja pooblastil na začetku kriti sam, povrnejo pa se mu le, če tako povračilo odobri večina delničarjev. Ker predlog za povračilo sredstev da najprej direktorski odbor, šele nato se o njem glasuje na skupščini, mora uporni delničar pri zbiranju pooblastil doseči vsaj delni uspeh, če si želi zagotoviti minimalno možnost za povračilo stroškov. Očitno delničar tvega, da bo porabil veliko sredstev za naložbo, za katero ni gotovo, ali se bo obrestovala ali ne. (To je zlasti problem, kadar se pooblastila zbirajo zaradi glasovanja o vprašanjih, ki niso povezana z imenovanjem novih članov direktorskega odbora.) Posledica vsega tega je, da so tovrstni boji za glasovalno pravico zelo redki. Racionalno je pričakovati, da uporni delničarji pri razreševanju članov direktorskega odbora ne bodo uporabljali mehanizma zbiranja pooblastil, saj ta postopek zanje pomeni prevelike stroške.

Ureditev zbiranja pooblastil odvrča velike delničarje tako od tega, da bi poskušali zamenjati obstoječe člane direktorskega odbora s svojimi kandidati, kot tudi od medsebojnega komuniciranja. Kot je bilo že poudarjeno, ima vsakdo, ki želi zbrati pooblastila, stroške s pripravo in razdelitvijo pooblastil in poročil. Opredelitev zbiranja pooblastil je zelo široka. Zvezni predpisi o zbiranju pooblastil »veljajo ne le pri neposrednih pozivih k dobavi, preklicu ali pridržanju pooblastil, ampak veljajo tudi za sporočila, s katerimi bi se lahko posredno dosegel ta učinek«. Iz odločitve sodišča v zadevi Long Island Lighting Co. proti Barbashu, 779 F.2d 793 (2d Cir. 1985) izhajajo, da je oglas v časopisu, ki je kritiziral poslovanje menedžmenta, pomenil zbiranje pooblastil.

Leta 1992 je SEC delno liberaliziral pravila o zbiranju pooblastil z neprikrito namero dovoliti delničarjem večjo mero aktivizma. Pravilo 14a-1(l) zdaj npr. dovoljuje, da delničarji javno izrazijo svoje glasovalne namerne, ne da bi se to njihovo dejanje štelo kot zbiranje pooblastil. Izkušnje kažejo, da so bile te spremembe daleč preskromne, da bi imele kakršen koli vidnejši učinek. Ovire, ki omejujejo kolektivno delovanje institucionalnih investitorjev in drugih velikih delničarjev, so ostale tako velike, da so v bistvu odvrnile delničarje od aktivizma v glasovalni areni.

Namesto napetega boja za glasovalno pravico (ali sodelovanja v postopku, ki bi se lahko štel kot zbiranje pooblastil) institucionalni investitorji včasih uporabijo možnost, ki jim jo daje Pravilo SEC 14a-8, in sicer da svoje predloge uvrstijo v poročilo podjetja. Če Pravila 14a-8 ne bi bilo, delničarji dejansko ne bi imeli nikakršne možnosti predstaviti svoje predloge. Njihova edina alternativa bi bila priprava lastnih poročil in začetek postopka zbiranja pooblastil. Glavna prednost pravila o predlogih delničarjev je zato nizka cena tega postopka: delničarju, ki nasprotuje predlogom menedžmenta, ni treba plačati nikakršnih stroškov tiskanja ali pošiljanja, saj ti stroški bremenijo korporacijo.

Zgodovinsko gledano so možnost vlaganja delničarskih predlogov v glavnem uporabljali družbeni aktivisti. Predlogi, ki so se nanašali na problematiko ropanja Južnoafriške republike, so bili npr. kar nekaj časa glavna tema teh postopkov. V določeni meri to pravilo uporabljajo institucionalni investitorji, da bi poudarili zadeve, ki se tičejo korporacijskega upravljanja. Predlogi so v zadnjih letih zajeli teme, kot so npr. nasprotovanje obrambnim ukrepom pri prevzemih, zaupno glasovanje po pooblaščenjih, določanje nagrad izvršilnih uradnikov itd.

Kot sredstvo za upravljanje korporacije so predlogi delničarjev razmeroma šibek instrument. Pravilo 14a-8(i)(1) določa, da se delničarjev predlog lahko nanaša le na zadeve, ki so v pristojnosti delničarjev. Z drugimi besedami, predmet, na katerega se naslavlja predlog, mora biti ukrep, ki ga delničarji glede na svoje pristojnosti sploh lahko sprožijo. Naj spomnim, da zakoni posameznih zveznih držav določajo, da mora poslovanje in notranje zadeve korporacije voditi direktorski odbor sam ali kdo drug po njegovih navodilih. Zato pravo posameznih zveznih držav večji del

pooblastil za sprožitev posameznega ukrepa nalaga direktorskemu odboru – delničarji ne morejo sami sprožiti korporacijskih ukrepov, lahko leodobrijo korporacijsko dejanje, ki jim ga predloži direktorski odbor, ali pa ga ne odobrijo. Na podlagi tega pravila so pravzaprav prepovedani vsi predlogi delničarjev, ki od direktorskega odbora zahtevajo sprejem kakšnega ukrepa. Posledica tega je, da praktično vsi predlogi delničarjev, ki so vključeni v poročilo korporacije, pomenijo zgolj neobvezujoče priporočilo menedžmentu. Kot navaja Black (1998), menedžment praviloma ne upošteva predlaganih rešitev, čeprav so sprejete z veliko večino.

Pravila o trgovanju na podlagi notranjih informacij: Podrobna obravnava kompleksnih pravil s področja prava vrednostnih papirjev, ki urejajo trgovanje na podlagi notranjih informacij, bi presegala namen te razprave.¹² Kljub temu pa je potreben kratek pregled te ureditve, saj ta pravila pomembno vplivajo na sposobnost imetnikov velikih svežnjev pri izvajanju njihovega vpliva na korporacijsko politiko in upravljanje.

Imetniki velikih svežnjev imajo pogosto večji dostop do nejavnih informacij kot drugi investitorji. Kadar imajo veliki delničarji svoje predstavnike v direktorskem odboru, to neizogibno drži. Celo takrat, kadar veliki delničarji niso formalno zastopani v direktorskem odboru, se lahko zgodi, da imajo koristi od selektivnega razkrivanja informacij s strani menedžmenta. V obeh primerih razkritje informacij imetnikom velikih svežnjev delnic postavlja številne dileme glede možnosti trgovanja na podlagi notranjih informacij.

Čeprav ta pravila ne prepovedujejo trgovanje na podlagi nejavnih informacij vsakomur, ki ima dostop do teh informacij, je sodna praksa glede 10. (b) člena Zakona o trgu vrednostnih papirjev in Pravila 10b-5 SEC sprejela razlago, da odgovornost za trgovanje na podlagi notranjih informacij temelji na fiduciarnem razmerju ali drugem, na zaupanju temelječem razmerju med strankama transakcije. *Glej, npr., Dirks proti SEC, 463 U. S. 646 (1983); Chiarella proti United States, 445 U. S. 222 (1980).* Odgovornost se lahko naprti tudi, kadar oseba, ki trguje na podlagi notranjih informacij, krši fiduciarno dolžnost v razmerju do vira informacij, čeprav nima nikakršnih dolžnosti do stranke, s katero sklepa posel. *Glej United States proti O'Haganu, 521 U.S. 642 (1997).* Kadar se imetnik velikega svežnja šteje za kontrolnega delničarja in je s tem podrejen fiduciarnim dolžnostim v razmerju do korporacije in do drugih delničarjev, trgovanje takšnega investitorja na podlagi nejavnih informacij pomeni kršitev Pravila 10b-5.

Problem, ki ga tovrstna ureditev pomeni za velike delničarje, nazorno ponazarja postopek, ki ga je SEC sprožil zoper skupino institucionalnih investitorjev, ki jo je, kot navaja Anderson (1984), vodil finančni menedžer Mario Gabelli. Skupina je bila imetnik 25 % delnic korporacije, v kateri je bil Gabelli glavni izvršilni uradnik. Čeprav ni bilo nobenih do-

¹² O tem več glej Bainbridge (1999, str. 49–124).

kazov o nezakonitem trgovanju na podlagi notranjih informacij, je SEC spožil postopek, v katerem je ugotovil, da skupina investorjev nima zadovoljive politike preprečevanja trgovanja na podlagi notranjih informacij, ki so ji dostopne zaradi Gabellijevega razmerja s korporacijo.

Nedavno je SEC predlagal sprejem predpisov s področja selektivnega razkritja informacij, ki daleč presega tradicionalno ureditev trgovanja na podlagi notranjih informacij, uzakonjeno s Pravilom 10b-5. V celi vrsti govorov, v katerih je od leta 1998 predsednik SEC Arthur Levitt nagovarjal analitike in institucionalne investitorje, je selektivno razkrije informacijo označil kot »madež na našem trgu«, pri čemer je vedno znova napovedoval, da bo ta pojav skušal odpraviti. Pod predsednikovim vodstvom je SEC pred kratkim izdelal osnutek uredbe, ki določa, da kadar koli korporacija namenoma razkrije informacije nekaterim investitorjem, mora te iste informacije hkrati razkriti vsem drugim investitorjem. Če je bilo takšno razkritje nenamerno, mora izdajatelj takoj popraviti svojo napako, in sicer tako da javno razkrije te informacije v najmanj 24 urah, potem ko so za to razkritje izvedeli vodilni uradniki korporacije. Če bo takšna ureditev sprejeta, bo to še dodatno ohladilo razmerje med menedžmentom in velikimi delničarji. Na tej podlagi bo velikim delničarjem onemogočen dostop do nejavnih informacij, zato bo njihova sposobnost igrati dejavno vlogo v korporacijskem upravljanju zmanjšana.

Pravilo o špekulantskih dobičkih: Poleg zapletenih pravil o notranjem trgovanju na podlagi 10.(b) člena je kongres sprejel tudi veliko enostavnejše varovalno pravilo na podlagi 16.(b) člena Zakona o trgu vrednostnih papirjev.¹³ Na kratko 16.(b) člen določa, da mora insider vse dobičke, ki jih pridobi pri nakupu in prodaji, kadar med tema dejanjema preteče manj kot 6 mesecev, prenesti na korporacijo. Določba 16.(a) člena zahteva, da insiderji mesečno poročajo o vseh transakcijah, ki so jih izvedli z lastniškimi vrednostnimi papirji svoje korporacije. Po 16.(b) členu morajo biti vsi dobički od nakupa in prodaje v obdobju 6 mesecev preneseni na izdajatelja. Delničarji imajo zoper insiderje derivativno tožbo, odvetniki delničarja pa so upravičeni do deleža nadomestila, ki ga pridobijo pri izterjavi ali poravnavi. Za našo obravnavo je pomembno, da kategorija insiderjev, na katere se nanaša 16.(b) člen, vključuje tudi delničarje, ki imajo v korporaciji več kot 10 % delnic.

Da lahko govorimo o uporabi 16.(b) člena, morata biti prodaja in nakup opravljena v 6 mesecih, pri čemer je vseeno, ali prodaja sledi nakupu ali obratno. V smislu 16.(b) člena so delnice zamenljive. Osebi, ki trguje z delnicami, zato ni treba dobička pridobiti z nakupom oz. prodajo točno določenih delnic, saj za odgovornost insiderja zadošča že, če najprej proda 10 delnic in nato kupi 10 drugih delnic v istem podjetju po nižji ceni.

Izvršilni uradnik ali član direktorskega odbora je po 16.(b) členu zave-

¹³ Več o tem 16.(b) členu in primerih njegove uporabe glej Bainbridge (1999, str. 174–81).

zan, če zaseda mesto izvršilnega uradnika ali člana direktorskega odbora bodisi v trenutku nakupa bodisi v trenutku prodaje. Nasprotno pa je delničar po 16.(b) členu zavezan le, če je bil imetnik 10 % delnic podjetja tako v trenutku nakupa kot v trenutku prodaje. V zadevi Reliance Electric Co. proti Emerson Electric Co., 404 U.S. 418 (1972) je Emerson kupil 13,2 % delnic podjetja Dodge Manufacturing Co. pri ponudbi za sovražni prevzem. Da bi preprečil prevzem s strani Emersona, je Dodge pristal na združitev s podjetjem Reliance. Emerson se je odločil, da ne bo več sodeloval v boju in da bo prodal delnice, ki jih je imel v Dodgeu. V želji, da bi čim bolj zmanjšal možnost odgovornosti po 16.(b) členu, je Emerson najprej prodal 3,24 % Dodgeevih navadnih delnic, nato pa še preostalih 9,96 %. Ko je Reliance sprožil postopek na podlagi 16.(b) člena, je Vrhovno sodišče menilo, da so delničarji po tem zakonu zavezani le, če so imetniki več kot 10 % delnic neposredno pred prodajo. Emerson torej glede prodaje preostalih 9,96 % delnic ni zavezan prenesti dobička od transakcij na izdajatelja. Reliance je dober primer za to, kako pri uporabi 16.(b) člena oblika prevlada nad vsebino – čeprav sta bili obe Emersonovi prodaji del povezane serije transakcij in sta obe sledili istemu namenu, ki bi ga lahko šteli za postopno transakcijo, je sodišče drugo prodajo obravnavalo, kot da je v pravnem pomenu od prve popolnoma neodvisna.

Ker se Emerson v govoru ni skliceval na to, da v času, ko je dal svojo prvo javno ponudbo, ni imel 10-odstotnega deleža, se Vrhovno sodišče o tem vprašanju ni izreklo. To vprašanje pa se je postavilo v zadevi Foremost-McKesson, Inc. proti Provident Securities Co., 423 U.S. 232 (1976), v kateri je Vrhovno sodišče menilo, da nakupa, s katerim delničar preseže delež 10 %, ni mogoče razlagati kot nakup, za katerega se uporablja 16.(b) člen.

Kakor koli že, pravila o špekulantskih dobičkih pomenijo precejšnje omejevanje imetništva večjih svežnjev delnic. Likvidnost institucionalnega investitorja (ali katerega koli drugega delničarja), ki je imetnik več kot 10 % delnic javne korporacije, je bistveno zmanjšana. Če so tržne razmere ugodne za prodajo deleža investitorja, se lahko zgodi, da bo investitor izgubil del ali celoten dobiček od prodaje. Ker zmanjšana likvidnost pomeni povečanje tveganja, investitorji nimajo interesa za lastništvo večje od 9,9 % delnic.

Veliko institucionalnih investitorjev pri izbiri med aktivizmom in likvidnostjo daje prednost likvidnosti. Za zelo razpršene institucije velja, da niti popoln propad ene korporacije iz njihovega portfelja zanje ne bo imel bistvenega učinka. Glede na to, da je takšna institucija lahko delničar tudi v konkurenčnih podjetjih, ima od takšnega propada lahko celo korist. Takšni investitorji redko sodelujejo v koalicijah, ki se oblikujejo nasproti vodilnim v korporaciji. Namesto tega sledijo t. i. Wall Street pravilu (laže je spremeriti smer, kot se boriti – geslo na neki stari reklami za cigarete) in se usmerijo v druge investicije, preden se razmere v korporaciji še poslabšajo.

* * *

V nasprotju z Nemčijo in Japonsko, kjer je velik delež delnic gospodarskih družb v rokah maloštevilnih institucionalnih investitorjev, ki so imetniki velikih svežnjev delnic, je lastništvo delnic ameriških korporacij zelo razpršeno. Upor delničarjev v ameriški korporaciji zato zahteva podporo velikega števila investitorjev. Aktivni delničar, ki želi disciplinirati ali zamenjati obstoječi direktorski odbor ali vodilni menedžment, mora sestaviti koalicijo, za kar potrebuje primerne mehanizme, ki bi mu omogočili komuniciranje z drugimi investitorji. Kot smo lahko videli zgoraj, pravila SEC glede zadev, kot so zbiranje pooblastil, razkritje podatkov o lastništvu delnic in dolžnosti kontrolnih delničarjev, močno ovirajo komuniciranje in kolektivno delovanje. Zato v ameriških korporacijah še naprej splošno pravilo ostaja pasivnost delničarjev in ne delničarski aktivizem.¹⁴

Omejevanje aktivizma institucionalnih investitorjev po slovenskem pravu: predlogi

Ker je slovensko pravo vrednostnih papirjev veliko bolj kot korporacijsko pravo oblikovano na podlagi ameriške ureditve, Slovenija že ima oblikovan okvir za zagotavljanje omejitev institucionalnega lastništva. Zakon o trgu vrednostnih papirjev prepoveduje trgovanje na podlagi notranjih informacij in nalaga dolžnost poročanja osebam, ki so jim dostopne notranje informacije o poslih z vrednostnimi papirji.¹⁵ Zakon o prevzemih nalaga dolžnost razkritja velikim delničarjem. Oseba, ki neposredno ali posredno pridobi 5 ali več % vseh delnic, mora o tem obvestiti izdajatelja in Agencijo za trg vrednostnih papirjev (*Slovene Securities and Exchange Agency*, v nad. SEA) najpozneje v treh dneh.¹⁶ Pri vsaki pridobitvi nadaljnjih 5 % delnic je potrebno ponovno razkritje. Oseba, ki namerava pridobiti več kot 25 % vrednostnih papirjev, ki zagotavljajo glasovalno pravico,

¹⁴ Ker je malo verjetno, da bo delničarski aktivizem kadar koli postal glavna značilnost ameriškega korporacijskega upravljanja, se zdi možno, da bodo zakonodaje posameznih zveznih držav poskušale osamiti korporacijske menedžerje od aktivnih delničarjev. Roe (1994) tehtno (čeprav nekoliko preveč odločno) dokazuje, da so si politične sile vedno znova prizadevale za omejevanje velikosti in vpliva delničarjev. Kot navaja Bainbridge (1992), se je konec osemdesetih let očitno povečalo število bojev za glasovalno pravico kot način za izvedbo prevzema, kar je delno mogoče pripisati povečanju aktivizma institucionalnih investitorjev. Nekaj zveznih držav je na možnost, da bodo delničarji začeli preglasovati obstoječe člane direktorskega odbora, odgovorilo s sprejetjem zakonodaje, ki je bila oblikovana z namenom preprečiti boje za glasovalno pravico.

¹⁵ Zakon o trgu vrednostnih papirjev, Uradni list RS, št. 56/1999, členi 275–278 (v nad. ZTVP). Za podrobnejši pregled ustrezne slovenske zakonodaje s področja prava vrednostnih papirjev glej Bohinc (2000).

¹⁶ Zakon o prevzemih, Uradni list RS, št. 47/1997, člen 59/2 (v nad. ZPre).

mora dati javno ponudbo za odkup preostalih vrednostnih papirjev.¹⁷ Vse te določbe so natanko tiste določbe s področja prava vrednostnih papirjev, ki so omogočile omejitev moči ameriških institucionalnih investitorjev.

Medtem ko Black et al. (1999, str. 66) trdijo, da »tuje lastništvo ni zdravilo za vse bolezni«, Beglof in von Thadden (1999, str. 20) menita, da so se tuji investitorji izkazali kot »odločilen element pri izvedbi aktivnega in temeljitega prestrukturiranja gospodarstva«. Kakor koli že, Slovenija ima dober izhodiščni položaj za to, da bi lahko izkoristila prednosti možnih pozitivnih učinkov prihoda tujih investitorjev. Zakon o trgu vrednostnih papirjev iz leta 1999 je opredelil pravice tujih investitorjev.¹⁸ Tuje portfeljske investicije dovoljuje, čeprav še vedno delno omejuje Zakon o deviznem poslovanju iz leta 1999.¹⁹ Skladno z Zakonom o bančništvu iz leta 1999 centralna banka ureja takšne tuje portfeljske investicije posredno prek regulacije komercialnih bank.²⁰ Na splošno slovensko pravo na teh področjih izpolnjuje merila, ki jih postavljajo smernice EU s področja tujih investicij. Preostale omejitve tujega lastništva je mogoče najti še na teh področjih: popolno tuje lastništvo ni dovoljeno na področju vojaške opreme, v zavarovalništvu, prometu, telekomunikacijah, založništvu in na področju radijskega in televizijskega oddajanja. Nikakršnih omejitev ni pri tujem lastništvu bank. Tuje lastništvo je omejeno na 24 % delnic v borznoposredniških družbah in 20 % v investicijskih družbah, pri čemer morajo biti te investicije registrirane pri centralni banki. Tuji investitorji lahko pridobijo 25 ali več % privatiziranih podjetij samo, če dobijo soglasje slovenske vlade. Sprostitev navedenih omejitev bi dodatno povečala sposobnost tujih investitorjev, da bi delovali kot tržni pritisk na moč lokalnih institucionalnih investitorjev.

SKLEP

Če povzamemo, v Sloveniji je omejevanje aktivizma institucionalnih investitorjev na papirju že delno urejeno, vendar pa zakonodajalca pri oblikovanju okvira za omejevanje samotrgovanja kontrolnih delničarjev čaka še dolga pot. Ali bo to zadostovalo? Država ne potrebuje zgolj pravne infrastrukture, ampak tudi voljo držati velike delničarje na vajetih. V tem pogledu vzbujata skrb predvsem državno lastništvo in politični vpliv velikih delničarjev zaradi dvomov o tem, ali bo Sloveniji uspelo omejiti moč institucionalnih investitorjev.

¹⁷ Id., člena 4 in 7.

¹⁸ ZTVP, člani 42–49.

¹⁹ Zakon o deviznem poslovanju, Uradni list RS, št. 23/1999, člani 26–32.

²⁰ Zakon o bančništvu, Uradni list RS, št. 7/1999, člani 52–27.

VIRI

- ALCHIAN, Armen A. in Harold Demsetz. (1972): Production, Information Costs, and Economic Organization, 62 *Am. Econ. Rev.* 777.
- ANDERSON, Mark H. (1984): Gabelli Group Settles Charges by SEC that its Insider Trading Policy is Lax, *Wall St. J.*, Dec. 9, 1984, at A6.
- ARROW, Kenneth J. (1974): *The Limits of Organization*. New York: W. W. Norton & Co.
- BAINBRIDGE, Stephen M. (1999): *Securities Law – Insider Trading*. New York: Foundation Press.
- BAINBRIDGE, Stephen M. (1995): The Politics of Corporate Governance, 18 *Harvard Journal of Law & Public Policy* 671.
- BAINBRIDGE, Stephen M. (1992): Redirecting State Takeover Laws at Proxy Contests, 1992 *Wisconsin Law Review* 1071.
- BERGLOF, Erik in Ernst-Ludwig von Thadden (1999): The Changing Corporate Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries, <http://papers.ssrn.com/paper.taf?ABSTRACT_ID=183708>.
- BERLE, Adolf A., in Gardiner C. Means (1932): *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- BLACK, Bernard S., et al. (1999): Russian Privatization and Corporate Governance; What Went Wrong?, <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=181348>.
- BLACK, Bernard S. (1998): Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. New York: Stockton Press.
- BLACK, Bernard S. (1990): Shareholder Passivity Reexamined, 89 *Mich. L. Rev.* 520.
- BOHINC, Rado, in Stephen M. Bainbridge (2000): Corporate Governance In Post-Privatized Slovenia, *Am. J. Comp. L.* (forthcoming).
- BOHINC, Rado (2000): Ownership Structure and Securities Market Regulation in Selected EU Countries and Slovenia (unpublished manuscript).
- DOOLEY, Michael P. (1992): Two Models of Corporate Governance, 47 *Bus. Law.* 461 (1992).
- EDWARDS, Jeremy in Alfons Weichenrieder (1999): Ownership Concentration and Share Valuation: Evidence from Germany, <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=175333>.
- JENSEN, Michael C. in William H. Meckling (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 *J. Fin. Econ.* 305.
- POHL, Gerhard, et al. (1997): Privatization and Restructuring in Central and Eastern Europe, *World Bank Technical Paper No. 368* <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=37369>.
- ROCK, Edward (1991): The Logic and Uncertain Significance of Institutional Investor Activism, 79 *Geo. L.J.* 445.

- ROE, Mark J. (1994): *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- ROMANO, Roberta (1993): *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered*, 93 Colum. L. Rev. 795.
- ROSENBAUM, Robert D. (1991): *Foundations of Sand: The Weak Premises Underlying the Current Push for Proxy Rule Changes*, 17 J. Corp. L. 163.
- SIMON, William H. (1993): *The Prospects of Pension Fund Socialism*, in *Corporate Control and Accountability* (Joseph McCahery et. al eds.). New York: Oxford University Press.
- VISENTINI, Gustavo (1998): *Compatibility and Competition Between European and American Corporate Governance: Which Model of Capitalism?*, 23 Brooklyn J. Int'l L. 833.

TRETJI DEL

RADO BOHINC

PRIMERJALNOPRAVNI, TEORETIČNI IN PRAVNOSISTEMSKI VIDIKI KORPORACIJSKEGA PRAVA¹

PRIMERJALNO PRAVO

Pomen primerjalnega prava

Primerjalno pravo² (fr.: *droit compares*, nem.: *Rechtsvergleichung*) je proces primerjave, ki bolj kot sistem pravil in načel pomeni metodo pravne analize in proces proučevanja odnosov nekega pravnega sistema. Sam opis pravnih institucij in sistemov še ni primerjalno pravo, ampak bolj mednarodno ali tuje pravo. Zato je primerjava, v kakšnem slogu in tonu so napisani zakonski predpisi za isto vprašanje v različnih državah, nujna.³

Primerjalno pravo ima pomemben vpliv na metodologijo prava na splošno, do neke mere pa tudi na pravno znanost kot tako. Primerjalno pravo ponuja širšo osnovo za raziskovanje domačih pravnih reform, pa tudi za uveljavljanje mednarodnih pravnih načel. Ne nazadnje pa mora praktik, ki se ukvarja z mednarodnimi korporacijami, nujno znati primerjati in proučevati pravne sisteme v različnih državah, ne samo v svoji.⁴

¹ Povzeto po: Rado Bohinc, Korporacijsko upravljanje, ZDA, Evropa; Slovenija, Založba FDV, Ljubljana, 2000.

² Kai Schadbach, The Benefits Of Comparative Law: A Continental European View. Boston University International Law Journal Fall, 16 B.U. Int'l L.J. 331 (1998).

³ Arend Lijphard, Comparative Politics and the Comparative Method, 65 Am. Pol. Sci. Rev. 682, 683–85 (1971): V določenih okoliščinah je neka država morda razvila določen pravni problem z dodajanjem zakonskih dopolnil. V Združenih državah je mnogo držav delno privzelo korporacijsko pravo zvezne države Delaware. Tudi zunaj meja Združenih držav je kar nekaj zahodnoevropskih držav uvedlo pravila o notranji trgovini po vzoru 10. člena zakona o vrednostnih papirjih iz leta 1934 v kombinaciji z njihovim veljavnim zakonom. Na regionalni ravni je pojem »trgovine med državami članicami« iz 85. člena sporazuma o Evropski uniji priredba zamisli o trgovinski klavzuli iz ameriške ustave; čeprav sodišča iz različnih vzrokov navadno ne navajajo tujega vira, se ne morejo upreti njegovi prepričljivosti.

⁴ Ibidem: S seznanjanjem o nekem drugem sistemu pravnik ne pridobi samo večje količine znanja, ampak predvsem drugačno znanje. Pravnik mora znanje o svojem sistemu primerjati z rezultati in pristopi tujega sistema, ki so verjetno drugačni. Tuj sistem morda ponuja povsem drugačne pristope k določenemu problemu,

Ena glavnih prednosti komparativnega prava je pridobivanje znanja o drugih pravnih sistemih in tako boljše razumevanje svojega. Drugič, te države se morajo odločiti, kateremu pravnemu sistemu v okviru tržnega gospodarstva bodo sledile – ali bo to sistem občega prava, morda civilnega prava itd.⁵

Primerjalno pravo omogoča bolj poglobljeno razmišljanje o konceptualnem, družbenem in zgodovinskem ozadju prava. To ozadje pa je neizčrpen vir zamisli in konceptualnih rešitev, do katerih pravnik sicer morda ne bi prišel. Nekateri avtorji trdijo, da bo v prihodnosti v teoriji prava prevladovalo prav primerjalno pravo.

Države v tranziciji (bivše socialistične države), ki uvajajo tržno gospodarstvo in preoblikujejo pravni sistem, se morajo odločiti, kateri tradiciji bodo sledile: ali sistemu občega prava, sistemu civilnega prava, mešanici obeh ali pa bodo uvedle popolnoma nov sistem. S primerjavo obeh tradicij je mogoče v teh državah uspešno uvesti popolnoma nove pravne veje, kot na primer korporacijsko upravljanje na podlagi lastnine. V nasprotju z odprto družbo skušajo diktatorski režimi razviti nekakšen superiorni nauk, ki navadno temelji na nacionalnosti, ideologiji ali religiji, s katerim odbijejo druge države od sebe in tako lahko nemoteno nadaljujejo svoj avtokratski sistem pravnega reda.

Ker primerjalno pravo proučuje različne pravne kulture, postavlja na laž totalitalne trditve o eni sami resnici in pravi poti. V nasprotju s totalitarnimi sistemi primerjalno pravo odkriva različnosti in poudarja alternative ter tako dokazuje, da preproste resnice ne obstajajo. Tako primerjalno pravo osvešča državljanke in prispeva k odprti družbi.⁶

Primerjalno pravo ima vsekakor velik pomen za pravno metodologijo nasploh, saj gre za metodo raziskovanja prava kot univerzuma, torej kot svetovne zakladnice znanja o pravu, in ni zgolj strokovna interpretacija posameznega pravnega reda. Prav zaradi tega ima primerjalno pravo vse močnejši vpliv na pravno znanost, pa tudi na sodno prakso.

recimo razdrtju pogodbe. Ko se pravnik poglobi v vsak sistem posebej in primerja oba pristopa, bolje razume tako svoj sistem in pravo na splošno. Poleg tega že samo dejstvo, da se pravnik zaveda razlik med sistemoma, krepi njegovo intelektualno moč, s čimer postane boljši analitik in bolj podkovan za reševanje kompleksnih pravnih vprašanj znotraj svojega pravnega sistema.

⁵ Ibidem.

⁶ Ibidem: V nekaterih okoliščinah bi neka država nemara razvila bolj sofisticiran pristop k določenemu pravnemu problemu, recimo s povečanjem števila zakonskih odločb. Korporacijsko pravo ameriške zvezne države Delaware je deloma privzelo več zveznih držav. Tudi zunaj meja Združenih držav je kar nekaj zahodnoevropskih držav uvedlo pravila o notranji trgovini po vzoru 10. člena zakona o trgu vrednostnih papirjev iz leta 1934 v kombinaciji z njihovim veljavnim zakonom. Na regionalni ravni je pojem »trgovina med državami članicami« iz 85. člena sporazuma o Evropski uniji priredba trgovinske klavzule iz ameriške ustave; čeprav sodišča iz različnih vzrokov ne navajajo originalnega vira, se njegovi prepričljivosti težko uprejo.

Primerjalno pravo je pomembna raziskovalna podlaga za razvoj domačega prava ter za njegovo skladnost s spoznanji sodobne pravne znanosti in civilizacije.

Koristi primerjalnega prava torej niso zgolj v pridobivanju znanj s področja drugega pravnega sistema, ampak tudi v tem, da olajšuje razumevanje odprtih vprašanj v domačem pravnem sistemu. Določene države so na nekaterih področjih našle boljše rešitve kot druge, zato je smiselno, upoštevajoč razvojne okoliščine, zajemati iz svetovne zakladnice pravnega znanja in ne izumljati že izumljenega. Prvi pogoj za to je razumevanje prava kot znanosti, torej kot nakopičenih splošno priznanih znanj in resnic, ki veljajo univerzalno. Univerzalnost je temeljna značilnost znanosti, zato pravo ni znanost, dokler ni univerzalno.

V ameriški literaturi se kot primer univerzalnosti prava navaja npr. delawarski korporacijski zakon št. 1133, ki je deloma sprejet v vseh državah. Na drugi strani je takšen primer ameriška ureditev prepovedi notranjega trgovanja (10.d člen Zakona o vrednostnih papirjih iz leta 1934, ki ga je pozneje prevzela v svoje pravne rede ne zgolj evropska, ampak večinoma tudi druga zakonodaja po svetu).

Primer univerzalno splošno sprejete pravne civilizacije je tudi ureditev trgovanja znotraj Evropske unije, ki naj bi bila nekoliko preurejena ameriška ustavna določba o svobodi trgovanja (primerjaj člen 85 Pogodbe o EU).

Ne nazadnje je primerjalno pravo pomembno tudi za praktike, ki se ukvarjajo z mednarodnim trgovanjem oziroma mednarodnimi gospodarskimi posli in drugimi mednarodnimi razmerji, saj prispevajo k boljšemu razumevanju okoliščin in razmerij, v katerih tečejo posli oziroma dogovori, kar prispeva k dvigu učinkovitosti takšnih mednarodnih aktivnosti.

Primerjalno pravo vodi k bolj temeljnemu razumevanju določenega pravnega vprašanja v posameznem pravnem redu oziroma državi. Prav to razumevanje na drugi strani prispeva k novim zamislim, kako v posameznem pravnem sistemu razrešiti določeno vprašanje na čim bolj preverjen in s tem učinkovit način. To posebej velja za države v prehodu, ki uvajajo tržno gospodarstvo in tradicionalne politične sisteme, temelječe na večstrankarski demokraciji in človekovih pravicah.

Primerjalno pravo je torej primerjava duha in sloga različnih pravnih sistemov ali primerljivih pravnih institucij ter primerljivih pravnih problemov v različnih sistemih.⁷

Primerjalno pravo ni zgolj primerjava zakonov različnih držav med seboj ali normativna analiza posameznih pravnih institutov. Primerjalno pravo mora odgovoriti na vprašanja, ali je pravo posamezne države zastavljene cilje rešilo dovolj učinkovito, torej po metodoloških načelih

⁷ Konrad Zweigert & Hein Kötz, *An Introduction To Comparative Law* 6 (T. Weir trans., 2d ed.), North-Holland Publishing Company, Amsterdam, New York-Oxford (1987).

funkcionalnosti. Funkcionalnost je tudi sicer temeljno metološko načelo primerjalnega prava. Pomaga nam pri vprašanju, ali med seboj primerjamo tisto, kar se primerjati sploh da, skratka, da primerjamo pravno ureditev, ki je podrejena isti funkciji.

Seveda ni nujno, da vedno isti pravni instituti zadovoljujejo iste cilje oziroma so v isti funkciji. Različni pravni redi namreč zavarujejo določene pravne interese (primer upnikov) na različne načine, ki jih je treba primerjalno oceniti z vidika njihove funkcionalnosti oziroma z vidika najboljše izbire za doseg istega cilja. Primerjalna tehnika mora torej odgovoriti na vprašanje, kateri od institutov je za zavarovanje istih interesov oziroma funkcij ali ciljev najbolj učinkovit. Zato med seboj ne primerja zgolj istovrstnih institutov, ampak tiste, ki so bili v primerjanih državah oziroma pravnih redih uporabljeni za doseg izbranega cilja.

Pravnosistemski vidik

Pomembno vprašanje je, katere pravne rede med seboj primerjati. Če med seboj primerjamo sorodne pravne rede, kot npr. na področju prava družb francosko, italijansko, belgijsko, luksemburško ter grško in špansko pravo, bo ugotovljena zgolj velika sorodnost, povezana s tem, da vsi pravni redi izvirajo iz francoskega prava družb. Primerjava se torej omeji zgolj na razlike, ki jih povzročajo svojstveni razvojni, kulturni in socialni dejavniki držav.

Povsem drugače je, če primerjamo na eni strani francosko in nemško pravo družb z britanskim ali ameriškim »common law«. Tu so razlike med pravnimi redi tolikšne, da je najprej treba ugotoviti, katere pravne institute sploh med seboj primerjati, da bo primerjava tekla o tistih, ki so v isti funkciji oz. ki zasledujejo iste cilje.

Za Slovenijo na njeni evropski poti so seveda najpomembnejše primerjave pravnih redov znotraj Evropske unije, torej skupine držav, ki so na sorodni gospodarski in družbeni stopnji, ki je hkrati tudi slovenski dolgoročni razvojni cilj, pri tem pa se ne smejo prezreti najučinkovitejše rešitve, do katerih so se dokopali tudi drugi pravni redi, predvsem ameriški in tudi drugi, npr. japonski.

V svetu so pred padcem berlinskega zidu obstajale tri sodobne pravne družine, in sicer: romansko-germanska družina, common law družina in družina socialističnega prava.⁸ Danes, po izteku velikih reform bivšega socialističnega sveta in ob koncu t. i. privatizacijskega obdobja, lahko ugotovimo, da je tretja skupina, to je socialistično pravo družb, docela v zatonu in da jo je nadomestila uvrstitev med pravne rede prve oz. druge skupine.

⁸ David in John Bierly, *Major Legal Systems in the World Today*, Stivens London, 3rd ed. (1985).

AMERIŠKE KORPORACIJSKE TEORIJE

Pravno-ekonomska teorija

Del ameriške pravne teorije je izrazito ekonomsko utemeljen in usmerjen. Obstaja teoretična smer, ki sama sebe imenuje pravno-ekonomska in ki zatrjuje, da mora sodna praksa pri proučevanju prava kot svoje orodje uporabljati tudi makroekonomsko analizo. To pomeni, da pretvarja pravno doktrino v ekonomske izraze ter uporablja nekaj temeljnih ekonomskih načel, kot so stroškovna analiza (*cost-benefit analyze*), teorija kolektivnega ravnanja (*collective actions theory*), odločanje v negotovih razmerah (*decision making under uncertainty*) itd. Po uporabi ekonomskih načel za presojo se dobljeni rezultati spet pravno vrednotijo oziroma prevedejo v pravne izraze.

Teorija podjetja (*theory of the firm*), kot veja pravno ekonomske teorije, je utemeljena na članku Nobelovega nagrajenca Ronalda Coasa Narava podjetja.⁹ Od tedaj je izšla cela vrsta člankov in razprav, ki danes tvorijo teorijo podjetja, ki je imela močan vpliv na korporacijskopravno znanost. Po stališču zagovornikov te teorije je teorija podjetja danes prevladujoča paradigma v korporacijskem pravu.¹⁰

Teorija prava in ekonomije ali pravno-ekonomska teorija (*Theory on Law and Economics*) ima, kot najuspešnejša oblika intelektualne presoje v zgodovini jurisprudence, tako velik vpliv, predvsem na področjih korporacijskega prava, prava vrednostnih papirjev in konkurenčnega prava, da se pravni teoretiki s tega področja skoraj izključno naslanjajo na ekonomsko analizo. Tudi vodilni korporacijsko pravni sodniki in odvetniki se v svojih presojah postopno prilagajajo uporabi ekonomske analize.

Teorija prava in ekonomije je bila tako uspešna zaradi tega, ker so tradicionalne pravne teorije usmerjene nazaj (analiza prejšnjega primera, da bi se rešil sedanji primer), pri čemer se niso posebej ukvarjale s tem, kakšen učinek bo njihova odločitev imela na bodoče obnašanje. Vendar mora biti pravo obrnjeno vnaprej, funkcija prava je sicer razreševanje sedanjih sporov, a ne le to; funkcija prava je tudi urejati bodoče obnašanje. Prav zato je teorija oziroma gibanje prava in ekonomije uspela, saj je spoznala, da sodniki ne morejo določati pravic zgolj retrospektivno. Upoštevati morajo tudi to, kako bodo njihove odločitve vplivale na ravnanja akterjev v prihodnosti. Teorija prava in ekonomije torej daje sodnikom sistematičen mehanizem za napovedovanje, kako bodo pravila učinkovala na prihodnje ravnanje.

Filozofska podstat teorije prava in ekonomije je liberalizem oz. desna, konservativna ideološka osnova.

⁹ Ronald Coase, *Economica* (n.s.) 386 (1937), izid pred 60 leti.

¹⁰ William Tallen, *Contracts and communities in corporation law*, 50 Washington and Leel. rew. 1395, 1399 (1993).

Ta teorija razlikuje med pozitivno in normativno uporabo ekonomske analize. V okviru pozitivne oziroma pozitivnopravne uporabe pravno-ekonomske teorije se zastavlja vprašanje, ali je pravo dovolj učinkovito; normativni vidiki pravno-ekonomske teorije pa določajo, da mora biti pravo dovolj učinkovito. Pozitivnopravni vidik opredeljuje, kako naj bi ljudje ravnali na podlagi danega pravnega reda, in poskuša opredeliti pravila obnašanja ljudi ter na njih uporabiti sodobno mikroekonomsko orodje.

Korporacijski pravniki se bolj kot z ekonomsko ukvarjamo s pravno analizo, in to bolj na pozitivnopraven kot na normativen način. Pa vendarle se včasih zastavljajo tudi ekonomska in sociološka vprašanja. Na primer da mora družba vzpostaviti učinkovit sistem maksimiziranja socialne blaginje. Pravne sankcije se ekonomsko štejejo kot stroški določenih aktivnosti. Sprememba pravnega pravila ne pomeni nič drugega kot spremembo stroškov.

Pravnoekonomska teorija temelji na teoriji človeškega obnašanja, ki jo pooseblja t. i. ekonomski človek (*Economic man*). Ekonomski človek je avtonomen posameznik, ki se racionalno odloča na način, da maksimizira svoje zadovoljstvo. Ekonomskega človeka ne vodijo zgolj premoženjske spodbude. Vsekakor pa se odloča po spodbudah, torej z upoštevanjem teorije racionalnega odločanja, na kakršnekoli spodbude se že človek odziva. Obstajajo empirične raziskave o tem, kako se človek odloča in zakaj, ki kažejo na človeško ravnanje in obnašanje; to ni vedno sebično ali zgolj premoženjsko, vedno pa je konsistentno s teorijo o racionalni izbiri. Ekonomski človek je torej abstrakcija, razvita kot uporaben model za napovedovanje človeškega vedenja.

Seveda je model ekonomskega človeka le del razlage človeškega vedenja, vendar za pravnoekonomsko teorijo usodnega pomena. Človek se obnaša racionalno, večkrat pa ga vodijo tudi naključja in racionalne spodbude.

Teorija podjetja kot sestavina pravno-ekonomske teorije je sestavljena iz treh temeljnih sestavin:

- temelji na pogodbeni teoriji družbe kot spleta (*neksusa*) pogodb,
- uporablja številne vire, da bi razvila model korporacijskega odločanja in
- temelji na teoriji zastopniških stroškov kot podlage za to, kako se obnaša menedžment korporacije v navzkrižju interesov z delničarjevimi.

Teorija korporacije kot spleta (neksusa) pogodb

Zadnje čase se v delu ameriške pravne in ekonomske razvija nova pogodbeno teorija, ki temelji na izhodišču, da je korporacija neksus pogodb.

Ta teorija razvija model korporacije kot šopa pogodb (*bundle of contract*), ki jih sklepajo direktorji podjetja s tistimi, ki zagotavljajo delo, storitve, surovine, kapital, različne pogodbene izpolnitve itd. V temu delu

so menedžerji tisti, ki nekako potegnejo skupaj vse tiste, ki na kakršenkoli način prispevajo k korporaciji, tako da je to najbolj učinkovito. Korporacija šteje kot niz konsenzualnih razmerij, ki jih vzpostavijo menedžerji korporacije na način, da je to za korporacijo najbolj dobičkonosno in učinkovito.

Delničarji so v tem modelu pogodbeni vlagatelji in skupina, ki ji je pogodbeno zagotovljeno, da so udeleženi pri dobičkih posla ter tudi nosijo tveganje izgub glede na to, da imajo ostali dobavitelji oziroma izvajalci storitev prednost pri plačilih pred delničarji. Po tej teoriji delničarji niso lastniki korporacije. Delničarji so pač eni od več pogodbenih partnerjev, torej tisti, ki zagotavljajo trajni kapital, poleg ostalih, npr. tistih, ki zagotavljajo dolžniški kapital, delo, storitve itd.

V tem modelu ni prostora za prisilne (kogentne) zakonske določbe, ki bi urejale notranja korporacijska razmerja. Vsa ta razmerja so urejena pogodbeno, in sicer izrecno ali pa implicitno. To naj bi ustvarilo najbolj učinkovito podjetje. Vloga korporacijske zakonodaje je v tem konceptu zelo omejena, največ na nekaj standardnih pravil glede notranjih razmerij s tem, da ima vsaka korporacija vso svobodo, da pogodbeno uredi notranja korporacijska razmerja, tako kot ji najbolj ustreza. Po tej teoriji niti eno pravilo korporacijske zakonodaje ne sme biti prisilno, kogentno, ampak prostovoljno oziroma dispozitivno.

Ker bo večina korporacij štela, da so standardna pravila zanje povsem ustrezna, in se želijo izogniti dodatnim stroškom za njihovo izvirno urejanje, bodo delovale bolj ali manj enotno.

Po teoriji korporacije kot spleta pogodb družba ni oseba, ampak agregat različnih inputov, ki delujejo skupaj, da bi proizvajali blago oziroma storitve. Zaposleni zagotavljajo delo, upniki dolžniški kapital, delničarji pa lastniški kapital ter nosijo tveganje za izgube in seveda nadzirajo poslovanje, ki ga vodi menedžment. Ta nadzira delovanje zaposlenih in usklajuje vse te aktivnosti, ki pomenijo input v družbo.

Gospodarska družba je zgolj pravna fikcija, ki jo predstavlja splet pogodbenih razmerij med temi raznovrstnimi inputi. Z drugimi besedami, družba ni nekaj stvarnega, ni oseba, ampak mreža, prepletanje implicitnih in eksplicitnih pogodb, ki ustanavljajo pravice in obveznosti med različnimi nosilci inputov, ki predstavlja družbo.

Model spleta pogodb ima pomembne implikacije na celo vrsto korporacijskih vprašanj. Eno od teh je vprašanje korporacijskih pravil z obvezno, torej kogentno veljavo. Normativno gledano seveda zagovorniki pogodbene teorije menijo, da bi tudi tovrstna, torej korporacijska pogodbeno razmerja morala biti dispozitivna. Vendar je jasno, da na korporacijskem področju dejansko ni tako, saj je večina določb kogentnih; tako kar zadeva urejanje zadev znotraj korporacije kot tudi na trgu kapitala.

Po drugi strani zagovorniki teorije korporacije kot pogodbenega nekusa zavračajo stališče, da je korporacija sploh lahko predmet lastninske pravice. Korporacija torej ni objekt, ampak je le splet različnih pogodb.

nih razmerij, zato delničarji ne morejo biti lastniki korporacije, saj ne morejo biti lastniki nečesa, kar kot stvar ne obstaja. Ker je vsak lastnik svojega inputa, nihče pa ne obvladuje vsega oziroma ni lastnik v celoti, je korporacija bolj kot institucija pogodbeno skupnost ljudi, ki jih povezujejo medsebojna pogodbeno razmerja.

Zagovorniki teorije neksusa sicer priznavajo, da teorija ni popolna in da obstaja precejšen razkorak med normativnim modelom in med teoretičnimi pogledi, pa vendarle sodijo, da je razprava o konsistentnosti tega koncepta bolj ali manj končana. Tradicionalisti so ostali pri svojem in teoretični boj glede dveh popolnoma različnih pristopov gledanja na korporacijo je bolj ali manj končan.

Kar zadeva korporacijsko odločanje se teoretiki pogodbenega spleta sprašujejo, kako to, da je hierarhično obvladovana korporacija kot prevladujoča oblika poslovne organizacije v ameriški ekonomiji sploh preživela. Po teh mnenjih obstajata dve determinanti kapitalističnega gospodarstva, na eni strani je to trg, v okviru katerega so viri vrednoteni skozi cene, na drugi pa korporacije, v katerih so viri urejeni na temelju avtoritativnih odločitev vodstev. Zato naj se tržno načelo pogajanj uveljavi tudi znotraj korporacije, saj bo to zmanjševalo tudi druge stroške in prispevalo k večji učinkovitosti.

Pri tem se zastavlja vprašanje, ali je centralizirano upravljanje v rokah pooblaščenega direktorskega odbora zares najučinkovitejši model. Ali je torej avtoriteta učinkovitejša od konsenza, do katerega privedejo pogajanja na pogodbenih načelih svobodne volje. Po Coasovi teoriji podjetja osrednji odločevalec v podjetju ni nujno avtoritaren, tako na primer ni navzoč pri sprejemanju odločitev med partnerji v partnerski družbi ali tudi drugih majhnih družbah. Le večje korporacije bi torej morale imeti hierarhično odločevalsko strukturo.

Zastavlja se vprašanje, ali je konsenz v velikih korporacijah z velikim številom delničarjev z različnimi interesi sploh mogoč oziroma stvaren. Vendar če je centralizacija menedžmenta nujna, potem je pri določanju pravnih pravil treba upoštevati naravno nagnjenost menedžmenta k zadovoljevanju svojih koristi znotraj korporacije, torej po teoriji zastopniških stroškov (*agency cost*).

Ameriška teorija si zastavlja vprašanja, ali je teorija korporacije kot neksus pogodb bolj normativen ali bolj deskriptiven model. Pri tem za normativni model ni nujno, da povsem natančno opisuje stvarnost, ampak tisto, kar bi moralo biti, deskriptivni model pa na drugi strani opisuje stvarnost takšno, kot je, torej razmerja, kakršna so v resničnem svetu (gre za to, ali svet opisovati takšnega, kot je, ali takšnega, kot bi moral biti). Model korporacije kot neksusa vsekakor ni v celoti deskriptiven, vendar pa so številna razmerja s korporacijo in znotraj korporacije dejansko zasnovana pogodbeno.

Na drugi strani težko zdrži stališče, da delničar ob nakupu nekaj delnic pri posredniku konkludentno vstopi v pogodbeno razmerje s korpo-

racijo, katere delnice je kupil. Del ameriške teorije to stališče kritizira in ga celo primerja s kvazi pogodbenim razmerjem, ki ga sklene kmet z zemljo, ko posadi krompir.¹¹

Delničar z nakupom delnice seveda pristaja na pravila, ki so določena v aktih korporacije, na katera do nakupa delnic ni imel nobenega vpliva. Tudi nastanek njegovega razmerja s korporacijo ni pogodben, saj delnic ni kupil od nje, ampak od borznega posrednika.

Zato to sicer sodobno teorijo tradicionalisti označujejo za nestvarno, češ da ne opisuje razmerij takšnih, kakršna so, ampak ustvarja fiktivni koncept. Tako kot se pri teoriji o korporaciji kot umetni tvorbi kritizira korporacija kot fikcija, češ da ta ne obstaja, tako se pri teoriji o korporaciji kot neksusu pogodb kritizira, da temelji na fiktivnih pogodbenih razmerjih oziroma da išče pogodbeno razmerja tam, kjer dejansko ne obstajajo.

Poleg tega tudi ni res, da korporacijska zakonodaja v celoti dispozitivno dopušča spremeniti vse od predpisanega standardnega modela. Res je, da sodobna korporacijska zakonodaja dopušča znatno svobodo pri vzpostavljanju notranjih pravil, kot ta ustrezajo posamezni korporaciji, vendar je na drugi strani tudi res, da je vrsta norm prisilnih in so jih korporacije dolžne upoštevati in jih nimajo pravice spregledati ali spreminjati. Še več je prisilnih predpisov na področju vrednostnih papirjev, torej na pravnem področju, ki po večinskem razvrščanju sodi v širši sklop korporacijskega prava.

Tisti del ameriške teorije, ki stoji na stališču do korporacije kot neksusu pogodbenih razmerij, večinoma šteje, da je to normativni model. To pomeni, da ne gre za opis stvarnosti takšne, kot je, ampak kot bi morala biti. To seveda pomeni, da bi normativna uveljavitev pogodbenega koncepta korporacije zahtevala znatne spremembe korporacijske zakonodaje, saj bi ta morala izhajati iz dispozicije pogodbenih strank kot temeljnega načela za urejanje pogodbenih razmerij.

Čeprav gre za normativni model, ta vendarle bistveno odstopa od veljavne normativne ureditve korporacijskih razmerij in položaja. Teorija korporacije kot spleta pogodb se v svojem vztrajanju pri pogodbenih temeljih korporacijskih razmerij naslanja predvsem na behaviorizem, to je na predpostavljani način obnašanja ljudi ter njihovega razumevanja razmerij, v katera vstopajo. Temelj teh razmerij, tako kot ga razumejo ljudje, je po naziranju zagovornikov teorije neksusa pogodb, torej prostovoljno dvostransko sklepanje pravnih poslov s korporacijo.

Teorija korporacije kot spleta pogodb se v mnogočem razlikuje od normativnega modela, v okviru katerega je vrsta korporacijskih predpisov kogentnih; normativno je namreč daleč od tega, da so notranja korporacijska razmerja povsem v dispoziciji pogodbenih strank.

¹¹ Glej o tem Robert W. Hamilton, *The Law of Corporations in a Nutshell*, Fourth Edition (1997), str. 9.

Koliko bo teorija korporacije kot pogodbenega spleta uveljavljena v dejanskem življenju, je odvisno od tega, v kakšni meri bo sodna praksa pri presoji odgovornosti direktorjev upoštevala korporacijska pravila o omejeni odgovornosti družbe ali pri presoji odškodninskega položaja delničarjev upoštevala splošna načela obligacijskega prava in v kolikšni meri specifično korporacijsko ureditev. Kar zadeva položaj direktorjev, korporacijsko pravo odkazuje splošno uporabo pravil o odškodninski odgovornosti, katere temelj je standard ravnanja z dolžno skrbnostjo.

Posebna pravila ameriškega korporacijskega prava pooblašajo delničarje, da oblikujejo odškodninske zahtevke oziroma delničarsko odškodninsko tožbo¹² v svojem imenu in zoper direktorje (po našem pravu takšna tožba praviloma ni možna oziroma je korporacijsko pravno močno omejena, po obligacijskih pravilih o splošni odškodninski odgovornosti pa bi bila sicer možna).

Korporacija kot umetna tvorba

Najenostavnejše in najbolj splošno ameriško gledanje na korporacijo je, da je to umetna tvorba oziroma da je oseba neodvisna in ločena od lastnikov in investitorjev (vlagatelj). Ta umetna oseba lahko izvaja posle v svojem imenu tako kot vsaka prava oseba. Posli se torej sklepajo, sredstva pridobivajo, pogodbe podpisujejo, obveznosti prevzemajo, vse v imenu korporacije kot umetne osebe in ne v imenu kateregakoli posameznika.

Ta umetna tvorba ima večino pravic oziroma vstopa v večino pravnih položajev, kot to lahko stori fizična oseba, tako lahko toži in je tožena, plačevati mora davke, pridobivati različna dovoljenja v svojem imenu, lahko ima svoj bančni račun, najema zaposlene itd.

Največja prednost takšnega načina poslovanja je ureditev odgovornosti za obveznosti na način, da je korporacija odgovorna z vsem svojim premoženjem, delničarji pa za njene obveznosti niso odgovorni. Dolgovi so torej obveznost korporacije in ne delničarjev. Delničarji tvegajo torej samo tisto, kar so vložili za nakup delnic.

Temeljne značilnosti korporacije kot umetne tvorbe, po katerih se ta razlikuje od ostalih poslovnih oblik, so:

- Obstoj korporacije ni odvisen od tega, kdo so njeni lastniki oziroma investitorji. Delničarji lahko prenehajo obstajati, umrejo, prodajo delnice, vse to pa ne vpliva na pravno življenje korporacije kot ločene pravne tvorbe. Korporacija ima torej kontinuirano pravno življenje.
- Korporacija ima tudi trajno pravno življenje v tem smislu, da so praviloma ustanovljene za nedoločen čas in da je njihovo prenehanje odvisno od odločitve delničarjev ter od zakonsko določenih razlogov za prenehanje.

¹² Npr. derivative action ali class action.

- Vodenje korporacije izvaja direktorski odbor, ki ga izvolijo delničarji in ne delničarji sami. Upravljanje je torej centralizirano v direktorskem odboru in delničarji kot posamezniki ali kot korporacije se nimajo pravice vmešavati v posle korporacije (razen v posebej izjemnih in omejenih primerih, ko gre za pregledovanje knjig in arhivov).
- Lastninska upravičenja delničarji lahko prodajajo oziroma so prenosljiva na tretje osebe brez odobritve korporacije in tudi brez odobritve drugih delničarjev. To pomeni, da je prenosljivost lastninskih upravičenj prosta.

Navedeno velja za splošni tip korporacije. Seveda pa so v mnogočem dopustna raznovrstna drugačna pogodbeno uravnavanja razmerij znotraj korporacije ter do delničarjev. Pogodbeno se torej lahko v mnogočem odstopa od splošnega tipa korporacije kot umetne tvorbe.

Teorija korporacije kot umetne tvorbe se kritizira kot nestvarna in formalistična ter da gre pri njej za personalizacijo povsem abstraktnega koncepta. Teorija korporacije kot umetne tvorbe se kritizira tudi s tem, da so v ozadju vsega, kar se v korporaciji dogaja, vendarle ljudje iz mesa in krvi ter prave osebe, ki jih zanimajo dobički, ki nosijo tudi izgube, ki sprejemajo odločitve itd. Zato je korporacija zgolj orodje, s katerim posamezniki vodijo posle.

Teorija navaja, da kritično sprejemanje teorije o korporaciji kot umetni tvorbi lahko privede do formalističnih rešitev, ki so neživljenjske, nepravilne, neetične. Zato se že zakonodaja, še bolj pa sodna praksa, v mnogočem razlikuje od povsem formalističnega pojmovanja korporacije kot umetne osebe.

Kar zadeva razmerja med korporacijo in državo, je v ameriški teoriji več stališč, in sicer:

1. Korporacija je privilegij, koncesija, franšiza, skratka nekaj, kar je podeljeno s strani države posameznikom, to je lastnikom in investitorjem, da vodijo posle kot korporacija. Izdaja t. i. potrdila o inkorporaciji (*certificate of incorporation*) kot posebne listine (*charter*), potem ko je pravilno vložena dokumentacija pri sekretarju države, šteje po tej teoriji kot podelitev pravice (*grant franchize*) za vodenje poslov v korporacijski obliki.

Ta zasnova je imela večji pomen v prejšnjem obdobju, ko je način podelitve inkorporacijskega potrdila spominjal na zakonodajno proceduro v okviru koncesijskega ustanavljanja gospodarske družbe. Danes je postopek ustanovitve in podelitve korporacijskega potrdila rutinski administrativni postopek, koncesijska teorija inkorporacije pa je bolj ali manj preteklost.

2. Korporacija kot dogovor oziroma pogodba (*corporations as a compact or contract*). Pogodbene stranke so lahko delničarji med seboj ali pa delničarji in korporacija oziroma korporacija in država, odvisno od okoliščin.

Pogodbena teorija pride do veljave v primeru sporov med posamezni-

mi razredi delničarjev (na primer navadnimi in prednostnimi delničarji). Tako je sodišče v sporu prednostnim delničarjem priznalo položaj pogodbene stranke, kot je to storilo v znameniti odločitvi Dartmouth College versus Woodward (S.C.T. 1918), ko je ustanovni akt šole štelo kot pogodbo med korporacijo in državo in je v razmerjih med državo in Dartmouth Collegeem ravnalo po pogodbenem pravu.

Različne teorije, ki smo jih opisali, teorija umetne tvorbe, realistična teorija, koncesijska teorija, teorija franšize, teorija pogodbe, so raznovrstne tradicionalne razlage, kaj korporacija dejansko je. Pomagajo pri razlagi modernega koncepta korporacije, vendar ni nobena povsem točna niti povsem napačna.

Razdelitev moči med delničarji in direktorskim odborom

Delniška družba iz 19. stoletja je temeljila na načelu suverenosti skupščine deničarjev. Delničarji so na skupščini uresničevali vse pristojnosti družbe, vključno s tistimi, ki se nanašajo na vodenje poslov. Direktorski odbor je bil na drugi strani bolj izvajalec sklepov skupščine, delničarji so mu tudi predstavljali usmeritve, ki so zadevale vodenje poslov.

Že nemški zakon iz leta 1937 je odpravil tovrstno suverenost delničarjev skupščine in ji vzel pristojnosti vodenja poslov. Direktorski odbor je na drugi strani pridobil t. i. splošne pristojnosti pri vodenju poslov. Tej smeri so sledili v drugih državah celinske Evrope, vključno z Nizozemsko v letu 1971, ki je skupščini delničarjev ohranila le še pristojnost imenovati direktorje, direktorji pa so celo pridobili pravico kooptiranja dodatnih članov.

Po ameriškem normativnem modelu upravljanja korporacij (npr. delawarski korporacijski zakon, paragraf 141 a, določa, da »posle in zadeve korporacije vodi ali usmerja direktorski odbor«) naj bi delničarji kot lastniki korporacije prepustili vodenje korporacije direktorjem, ki določajo politiko in najamejo menedžerje, ti pa politiko, ki jo določi direktorski odbor, izvršujejo.

Direktorski odbor je torej po ameriškem modelu organ, ki v imenu lastnikov določa politiko družbe in najame eksekutivo za njeno izvajanje (menedžer). Kot ugotavlja ameriška teorija, so dejanske razmere povsem drugačne.¹³

¹³ Edward B. Rock, Hodge O'Neal Corporate and Securities Law Symposium: Path Dependence and Comparative Corporate Governance: America's Shifting Fascination with Comparative Corporate Governance, 74 Wash. U. L. Q. (1995), str. 292.

Menedžerska korporacija

V t. i. menedžerski korporaciji (*managerial corporation*) menedžerji vodijo igro, s tem da dejansko oni izberejo direktorje, nato pa izvajajo posle brez podrobnejšega vpogleda delničarjev v svoje operacije.

Da bi se odpravil razkorak med normativno in dejansko vlogo direktorjev, so v ZDA že v 60. letih predlagali številne normativne spremembe kot na primer obvezno zaposlitev direktorjev za polni delovni čas oziroma uvedba t. i. profesionalnih direktorjev. Bili so predlogi, da bi vsak od direktorjev razpolagal s štabom ljudi, ki bi ga oskrbovali z informacijami in ekspertizami, da bi tako lahko opravljal svoje dolžnosti, kot mu veleva zakonodaja. Argumentacija zoper te predloge je bila obsežna, češ da bi vzporedno nameščanje direktorskih strokovnih služb pomenilo podvajanje ali pa da bi zaposlitev direktorja navidezno izravnalo njegov status z vsemi ostalimi zaposlenimi menedžerji itd.

Zanimive novosti, kar zadeva upravljanje korporacij, je prinesel ameriški zakon o investicijskih družbah iz leta 1970, ki je v paragrafu 10 a, 15USC, paragraf 80a–10b, določil, da mora biti vsaj 40 % direktorjev investicijske družbe interesno nevezanih. Če pa ima investicijska družba svojega rednega borznega posrednika ali glavnega underwriterja v boardu, mora biti večina direktorjev neodvisnih oziroma interesno nevezanih na brokerja in underwriterja. Za nekatere odločitve je bila celo uvedena posebna večina interesno nevezanih direktorjev. Te spremembe naj bi zaostrile predvsem nadzorno funkcijo direktorskega odbora nad menedžmentom.

V 70. letih je ameriška teorija ugotavljala, da direktorski odbor sodobne delniške družbe preprosto ne zmore voditi poslovnih operacij podjetja in tega ni mogoče doseči z nikakršnimi spremembami, zato se je zavzela za spremembo normativnega modela, tako da bi direktorskemu odboru preostale le tiste pristojnosti, ki jih zmore. To pa pomeni, da naj bi direktorski odbor nadziral menedžerje v imenu pasivnih delničarjev. Predlagana je bila tudi ustanovitev komitejev direktorskega odbora, ki bi jih sestavljali direktorji, ki so interesno nevezani na menedžment. Posebej je bila predlagana ustanovitev revizijskega komiteja, ki bi ga sestavljali neodvisni direktorji, s pristojnostjo najemanja ali odpuščanja zunanje revizijske organizacije.¹⁴

Poleg revizijskega komiteja, ki naj bi predvsem določal načela za pripravo finančnih in revizijskih poročil in sprejemal ta poročila od revizorjev in menedžmenta, naj bi se oblikoval tudi t. i. komite za imenovanja (*nominating committee*) novih direktorjev oziroma za reelekcijo sedanjih.

¹⁴ Več o tem Melvin Eisenberg, *The structure of corporation: A legal analysis*, New York: Little Brown (1976).

Tudi komite za imenovanja bi sestavljali t. i. nevezani (neodvisni ali zunanji direktorji).

V začetku šestdesetih let se je ameriška korporacijska teorija v dobršni meri spogledovala z nemškim dvotirnim sistemom, vključno s povsem neameriški instituti, kot so soodločanje delavcev, povsem samosvoj režim upravljanja za družbe z omejeno odgovornostjo v nasprotju z delniškimi družbami, sistemom prenosniških delnic itd.¹⁵

Ta del ameriške teorije je poudarjal predvsem nadzorstveno funkcijo nemškega nadzornega sveta ter izvajanje nadzora nad menedžmentom v imenu delničarjev. Posebej je teorija proučevala učinkovitost, povezano s koncentracijo volilnih glasov prek bank in finančnih organizacij kot pooblaščenec za uresničevanje glasovalnih pravic delničarjev.

Za ameriško teorijo tega časa je bilo zanimivo predvsem to, da se je nadzorni svet oblikoval kot skupina neodvisnih opazovalcev, ki imajo pristojnost odločati in presoјati, kako dobro menedžment deluje. Zato se tudi sestajajo ločeno od menedžerjev in so po mnenju teorije daleč bolj neodvisni kot zunanji direktorji ameriškega direktorskega odbora, ki se običajno sestajajo le skupaj z menedžmentom in celo pod predsedovanjem notranjega menedžerja. To jih osvobaja odgovornosti za navadno odločitve vodenja, kar je pristojnost polno zaposlenih eksekutivcev.¹⁶

Osemdeseta leta so značilna po tem, da so se močno razširili t. i. sovražni prevzemi, zato se je žarišče proučevanja osredotočilo predvsem na nadzor nad diskrepcijo menedžerjev in na varstvo delničarjev pred zlorbami menedžmenta (*inside trading*). Reganomika je v 80. letih sprostila instrumente koncentracije kapitala in razrahljala omejitve horizontalnim fuzijam. Lahko bi rekli, da je napočila zlata doba prevzemov in fuzij v ameriškem gospodarstvu. V tem gospodarskem in tržnem kontekstu se je, kar zadeva korporacijsko upravljanje, izoblikoval t. i. tržni pristop, zamisli o uvajanju dvotirnega sistema po nemškem vzorcu pa so popolnoma zamrle.

V poznih 80. oziroma na začetku 90. let se je obdobje razcveta prevzemov in fuzij, predvsem kot posledica zloma borznega trga v letu 1987 ter zaradi stališča vrhovnega sodišča, da so protiprevzemni zakoni držav ustavni, končalo. Vendar pa so procesi tržne koncentracije kapitala in prevzemov oziroma fuzij povzročili bistveno zmanjšano razpršenost kapitala in večjo holdinško koncentracijo. Prišlo je do velikanskega porasta deležev institucionalnih investitorjev, kot so na primer pokojninski skladi, vzajemni skladi, zavarovalniške družbe, bančni skladi, različne fundacije, in sicer s prejšnjih 8 % na kar 45 % v povprečju. V 50 ameriških korporacijah, uvrščenih leta 1989 na borzo, je kar v več kot 45 korporacijah

¹⁵ Alfred F. Conrad, *Company laws of the European communities from an american view point*, v *Harmonization of European company law* 45,52 (1973), *Betlevagts, Reforming the modern »corporation«: prospectives from the german*, 80 *Harv. L. Review*, 23 (1966).

¹⁶ *Ibidem*, str. 49.

institucionalno lastništvo presegalo 33 %, v 25 korporacijah pa kar 50 % v strukturi celotnega lastništva. Opazna je tudi koncentracija med institucionalnimi lastniki, saj je 20 največjih pokojninskih skladov držalo kar 26 % vseh sredstev pokojninskih skladov.

Moč institucionalnih lastnikov

Seveda je moč institucionalnih lastnikov segla tudi do menedžmenta korporacij. Moč institucionalnih lastnikov ter pojem t. i. denarnih menedžerjev, ki v imenu institucionalnega lastnika upravljajo korporacijo, katere delnice so v portfelju institucionalnega lastnika, je povzročila konflikt interesov med denarnimi in korporacijskimi menedžerji. Menedžer institucionalnega investitorja ima dolžnost maksimizirati vrednost portfelja, po drugi strani pa so pod pritiskom korporacijskih menedžerjev, ki imajo dolžnost zadovoljevati ostale delničarje z dividendo. Selektivno zadovoljevanje koristi zgolj posameznih delničarjev se pojavi kot t. i. korporacijski aktivizem. Denarni menedžerji institucionalnih investitorjev se v glavnem ukvarjajo s finančnimi naložbami, povsem v ozadju je nadzor nad delovanjem korporacijskega menedžmenta na tržnem, razvojnem, stroškovnem in drugih področjih.

Krepitev in aktivno poseganje institucionalnih lastnikov v menedžment korporacij sta v ameriški pravni teoriji znova spodbudila razpravo o učinkovitejših alternativah korporacijskega upravljanja. Tako se je v začetku 90. let znova začelo z gledovanjem po vlogi bank in drugih institucionalnih lastnikov predvsem v nemškem in japonskem gospodarstvu.¹⁷

Prišlo je do spoznanja, da razlike v korporacijskem upravljanju izvirajo iz razlik v regulaciji finančnega posredništva in da je slednje ključna determinanta korporacijskih struktur. Poudarjale so se učinkovitost japonskega in nemškega bančnega sistema, povečana sekuritizacija dolgov in internacionalizacija finančnih trgov ter bančnega lastništva delnic in s tem povezan strokovni in učinkoviti nadzor prek profesionalnih pooblaščenecv za uresničevanje glasovalnih pravic.

Družbena odgovornost (*social responsibility*) javne delniške družbe¹⁸

Razprava o družbeni odgovornosti gospodarske družbe izhaja iz dejstva, da se v velikih korporacijah osredotoča velikanska ekonomska moč. Tam se sprejemajo odločitve, ki imajo velik pomen in tudi posledice na širšo

¹⁷ Mark J. Roe, Political and legal restraints on ownership and control of public companies, 27 J. Fin. Econ. 7 (1990). Mark J. Roe, Foundations of corporate finance: Pacification of the insurance industry, 93 Colum. L. Rev. 639 (1993).

¹⁸ Glej o tem Hamilton, 97, str. 20–24.

javnost, okolje in seveda tudi na delničarje, upnike in zaposlene. Te odločitve so izključno v rokah menedžmenta korporacij in volilci kljub nespornemu javnemu pomenu nanje nimajo nobenega vpliva. Prav zato je vprašanje družbene odgovornosti korporacije v ZDA staro skoraj toliko kot korporacija sama ter dobiva različne odgovore in razlage.

Razprava ima različne ravni. Na temeljni ravni se odpira vprašanje, ali mora menedžment pri poslovnem odločanju upoštevati tudi družbene oziroma socialne vidike ali pa upošteva izključno le kriterij največje koristnosti za delničarje in družbo samo. Del teorije odgovarja, da si kriterij maksimizacije dobička in kriterij upoštevanja družbenih razsežnosti poslovne odločitve vendarle nista tako vsak sebi, če je poslovna odločitev dolgoročno premišljena.

Druga raven te razprave se nanaša na vprašanje, ali bi vendarle razširili področje interesov, ki jih predstavlja vladajoči organ v veliki javni delniški družbi, torej direktorski odbor. Sugestije gredo v smer, da naj bi dodali enega ali dva predstavnika oblasti, delavcev, dobaviteljev in potrošnikov, upnikov itd. S to zamislijo je bilo veliko praktičnih izkušenj, vendar ni empiričnih podatkov o tem, ali so t. i. predstavniški direktorji kakorkoli vplivali na spremembe v obnašanju korporacij.

V sredini sedemdesetih let se je razprava o družbeni odgovornosti povezovala z odkritjem različnih nezakonitih plačil v tujino oziroma drugih vrst nezakonitega pridobivanja poslov. To je vsekakor pomembno vplivalo na spreminjanje vodstvene strukture v korporacijah v smislu povečanega nadzora in spremenjene vloge direktorskega odbora pri tem, predvsem v smeri bolj poudarjenega nadzora nad zakonitostjo in etičnostjo postopkov menedžmenta.

Pomemben vzvod notranjim spremembam v korporacijskem upravljanju je zabeležen v t. i. obdobju prevzemov v 80. letih. Ravnanje direktorjev v postopkih z nezaželenimi ponudbami po prevzemih s strani močnejših korporacij je vsekakor imelo svoj vpliv tudi na spremembe v sestavu upravljanja. Sredi 90. let je razprava o družbeni odgovornosti korporacij nekako ponehala, prevladujejo usmeritve ter kriteriji maksimizacije dobička.

Agencijsko razmerje in zastopniški problem (*agency problem*) ali kako volka obvarovati pred ovcami

Temeljna naloga korporacijskega upravljanja v ZDA je zagotavljati pravni okvir institutom, ki razrešujejo problem zastopništva (*agency*), ki izhaja iz ločitve lastnine od upravljanja v moderni korporaciji, ker interesi menedžerjev, ki upravljajo korporacijo, niso skladni z interesi njihovih princpalov, to je delničarjev korporacije.

To je teorija, ki ne izhaja iz korporacije kot institucije, ampak iz razmerja med direktorji in lastniki, ki naj bi bilo agencijsko razmerje. Celot-

na teorija išče rešitev za t. i. zastopniški problem (*agency problem*). Vrsta pravnih institutov za razrešitev tega problema je razvitih v okviru korporacijskega prava kot npr. delničarjeve glasovalne pravice za izvolitev direktorskega odbora, ki najame izvršilni (*executive*) menedžment in določi plačila zanj; dolžnost zaupanja direktorjev in uradnikov v razmerju do delničarjev (*fiduciary duty*), dolžnost razkritja po zveznih predpisih o vrednostnih papirjih (*disclosure rules*) ter prepoved notranjega trgovanja z vrednostnimi papirji (*inside trading*) itd.

Za razumevanje pravnega bistva vstopanja ameriške korporacije v pravno življenje je treba pojasniti značilno ureditev zastopanja (*agency*) ter razlikovati med principalom in agentom v ameriški korporaciji, ki se bistveno razlikuje od zakonskih zastopnikov v evropskih pravnih redih, vključno z našim.

Ko govorimo o razmerju principal : agent, seveda mislimo na delničarje kot principala in direktorje, izvršilne uradnike in zaposlene kot agente. Obstajajo razlike med položaji navedenih različnih vrst agentov, tako v razmerju do korporacije kot v razmerju do tretjih. Glavno bistvo agencijskega korporacijskega razmerja je v tem, da agent nastopa v imenu korporacije kot principala, da agent ravna z vednostjo principala, ki je izrecna ali predpostavljena, ter da agent ravna pod nadzorom oziroma pravico do nadzora, ki jo izvaja principal.¹⁹

Predvsem se zastavlja vprašanje, kdo je principal, posebej ob teoretično precej razširjenem pojmovanju, da korporacija ni entiteta s samostojnim interesom, ki ga zastopajo njeni organi, ampak splet različnih pogodbenih razmerji. Za evropsko razumevanje precej težko sprejemljivo naziranje se teoretično pojasnjuje tako, da direktorski odbor zastopa interese delničarjev, je torej v fiduciarnem razmerju z njimi. Tako direktorski odbor zastopa interese principala in sklepa agencijsko razmerje z menedžmentom.

Bistvo agencijskega problema je vzpostavitev mehanizmov nadzora nad ravnanjem menedžmenta, da bo najbolj učinkovito in tudi najbolj racionalno preprečeno sicer pričakovano in običajno ravnanje menedžmenta v lastno korist in s tem v škodo delničarjem. Predpostavka teorije ekonomskega človeka (*Economic man*) namreč je, da bo menedžer poskušal iz svojega položaja potegniti kar največ koristi tudi zase, seveda v mejah zakona in njegove pogodbe z direktorskim odborom.

Teorija transakcijskih stroškov

T. i. teorija transakcijskih stroškov je v dobršnem delu osvetlila delovanje institutov korporacijskega upravljanja ter empirično in celo matematično preverjala delovanje posameznih pravnih institutov z vidika ekonomske

¹⁹ Roe 90, str. 15.

racionalnega obnašanja udeležencev.²⁰ Po tej teoriji je pravo tisto korporacijsko upravljanje, ki kar najučinkoviteje varuje pred ekonomsko racionalnimi in zatorej utemeljeno pričakovanimi »zlorabami« položaja, ki ga ima menedžment, seveda v mejah zakonskih in pogodbenih obveznosti.

Po stališču teorije transakcijskih stroškov direktorski odbor zastopa interese delničarjev in nikogar drugega. Delničarjeva naložba je namreč najbolj ranljiva, saj je to rezidualna postavka (izplača se nazadnje, če kaj ostane po plačilu vseh drugih). Je trajna naložba, brez kakršnekoli zapadlosti, in tudi ni nobenih jamstev za donose, kot so npr. obresti pri kreditnem razmerju. Po stališču te teorije bi kakršnikoli alternativni mehanizmi upravljanja, kot so nedelničarska predstavništva v direktorskemu odboru (t. i. zunanji oziroma neodvisni), lahko ogrozili interese delničarjev oziroma njihove naložbe.²¹

Po teoriji transakcijskih stroškov naj bo korporacijsko upravljanje stroškovno kar najbolj racionalno in s tem ekonomsko učinkovito in najtorej delničarjem prinese kar največje koristi. Višina stroškov, ki jih povzroči upravljalna struktura korporacije, je tudi edino in glavno merilo učinkovitosti in poglobitni kriterij za presojo primernosti korporacijskega upravljanja.

Nevpleteni, neodvisni, zunanji direktorji

Argumenti za zunanje direktorje pa vendarle tudi po teoriji transakcijskih stroškov obstajajo, če ima direktorski odbor bolj poudarjeno nadzorstveno funkcijo, saj agencijski problem sploh ne bi obstajal, če bi notranji direktorji lahko uspešno nadzorovali drug drugega.

Čeprav je bilo veliko nasprotovanje t. i. Einsbergerjevemu²² poročilu²³ o obveznih zunanjih direktorjih kot standardu, se je trend vključevanja večine zunanjih direktorjev krepil tako z naklonjenimi stališči sodstva kot tudi s pravili borznega poslovanja. Kot alternativa zunanjim direktorjem se pojavlja notranje lastništvo, ki neposredno razrešuje problem ločitve lastnine od upravljanja. Vendar pa povzroča dodaten lasten problem,

²⁰ Roberta Romano, *Industrial and corporate change*, vol. 5, no. 2, 1996, Oxford University press, str. 279/297 (1996).

²¹ Drugačno je stališče Melvina Einsberga, poročevalca ameriškemu pravnemu institutu v projektu korporacijskega upravljanja, ki je utemeljil svoje naklonjeno stališče zunanjim direktorjem kot korporacijskemu standardu z argumentom, da ti lahko mnogo bolj uspešno izvajajo nadzorstveno funkcijo nad menedžmentom, saj so manj poslušni in manj vezani z njim kot notranji (glej Eisenberg 76).

²² Eisenberg 76.

²³ Poročilo ALI (American Law institute), 1982, *Principles of Corporate Governance, Restatement and Recommendations (Tentative Draft No.1)*, American Law Institute, Philadelphia, PA; M. Einsberg je bil poročevalec pri tem poročilu, ki je bilo glede tega vprašanja pozneje spremenjeno.

namreč potencialne konflikte interesov med delničarji, ki niso zaposleni, in tistimi, ki so, in so s tem nagnjeni k samotrgovanju (*self dealing*).

Razvrstitev na notranje in zunanje oziroma neodvisne direktorje izhaja iz tega, da so notranji direktorji tisti, ki so hkrati zaposleni v korporaciji oziroma imajo kakršnokoli drugo pomembnejšo gospodarsko zvezo z njo, tako da so pod vplivom menedžmenta (npr. uradniki bank ali družb, ki imajo poslovne zveze s korporacijo). Na drugi strani so zunanji ali neodvisni direktorji ljudje, ki niso niti zaposleni niti nimajo druge pomembnejše gospodarske zveze s korporacijo.

Današnji direktorski odbori v ZDA običajno vključujejo oboje, zunanje in notranje direktorje, in stopnja njihove neodvisnosti se postopno povečuje.

V nekaterih razvrstitvah se direktorji razvrščajo kar v tri skupine, in sicer so poleg notranjih in zunanjih še t. i. pridruženi zunanji, to so tisti, ki imajo kakšne gospodarske zveze s korporacijo, pa niso tam zaposleni, slednji se štejejo kot notranji in ne zunanji direktorji, torej kot odvisni.

V sedemdesetih letih so se direktorski odbori sestavljali izključno iz notranjih direktorjev. Velik vpliv na imenovanje direktorjev je imel glavni izvršilni uradnik (*chief executive manager*, CEO), tako na izbor notranjih kot tudi na zunanje, kjer so jih postopno v skladu s politiko korporacije vključevali v odbor. Tako je lahko CEO vključeval v direktorski odbor ljudi iz svojega kroga. CEO je tako obvladoval direktorski odbor, ki se je »zbudil« šele, če je prišlo do izrednih razmer velikih razsežnosti, kot npr. finančni polom, smrt CEO ali kaj podobnega. To je bilo obdobje, ko so direktorske odbore obvladovali ljudje iz menedžmenta oziroma kar glavni menedžer.

CEO je bil praviloma tudi predsednik direktorskega odbora, tako da se je ne samo udeležil vseh sej, ampak tudi vodil njihov potek, imel vpliv na dnevni red in tudi na informacije, ki so bile predložene članom direktorskega odbora. V takšnih okoliščinah je bil resen nadzor nad delom izvršilnega osebja in posebej CEO povsem nemogoč. Nekateri gospodarski škandali v začetku sedemdesetih let v ameriških korporacijah so prispevali k temu, da je državna komisija za vrednostne papirje (*Security Exchange Comision*, SEC) terjala, da vse javne korporacije oblikujejo t. i. revizijske komiteje, sestavljene iz neodvisnih direktorjev, katerih naloga je pregledovati finančna poročila v sodelovanju z zunanjimi revizorji ter nadzirati morebitno nezakonito početje znotraj korporacije.

Pomembne ameriške finančne ustanove, in sicer poleg borz še Nacionalna asociacija trgovcev z vrednostnimi papirji in Ameriška borza, so takrat s spremembo notranjih pravil vzpostavile zahtevo po večini neodvisnih direktorjev v direktorskih odborih. Podporo tej usmeritvi so dale tudi različne vplivne interesne organizacije, kot na primer Ameriški poslovni forum (*Business Roundtable*) ter Sekcija za poslovno pravo ameriške pravniške organizacije (*American Bar Association*), ki so v začetku osemdesetih let poročile ne samo, da morajo biti direktorski odbori večinsko

sestavljenih iz zunanjih direktorjev, ampak tudi, da mora biti kadrovska funkcije za člane direktorskih odborov poverjena t. i. kadrovskimi komitejem (*nomination committee*), ki jih morajo prav tako sestavljati večinoma neodvisni direktorji.

Čeprav je glavni izvršilni uradnik vključen v sestavljanje direktorskega odbora, se je zaradi uvedbe kadrovskih komitejev, sestavljenih iz zunanjih članov, njegova vloga pri tem zelo zmanjšala. V tistih korporacijah, kjer kadrovskih komitejev niso imenovali, je CEO ohranil svoj obvladujoči vpliv glede predlogov za člane direktorskih odborov.

Dandanes največje borze, kot je newyorška, zahtevajo od družb, uvrščenih na borzo, da imajo zunanje direktorje in tudi da imajo korporacijske revizijske komiteje, ki so sestavljeni iz zunanjih direktorjev (kot organi direktorskega odbora). Po oceni teorije se je tudi trg kapitala ugodno odzval na zunanje direktorje. Tu so opazni premiki cen delnic tam, kjer so bili imenovani zunanji direktorji oziroma kjer so bili oblikovani revizijski komiteji iz njihovih vrst, še posebej tudi tam, kjer so zunanji direktorji pomenili večino v direktorskem odboru. Tudi sodišča z naklonjenostjo gledajo na zunanje direktorje kot dejavnike bolj objektivne in neodvisne poslovne presoje v vprašanih, ki utegnejo biti interesno sporna oziroma kjer gre za vpletenost individualnih interesov direktorjev v interese družbe.²⁴

Načelo zunanjih direktorjev so uveljavile nekatere velike korporacije tudi v svojih pravilih korporacijskega upravljanja, kar je bilo še posebej dobro sprejeto pri institucionalnih delničarjih. Tako je na primer direktorski odbor General Motors februarja 1994 sprejel smernice korporacijskega upravljanja, katerih uveljavitev je zahtevala spremembo korporacijskih pravil v smislu zahtev, da je direktorski odbor sestavljen iz večine zunanjih direktorjev. Smernice so vpeljale tudi institut vodilnega zunanjega direktorja, torej tistega, ki ga izberejo le zunanji direktorji in je odgovoren za predsedovanje sejam zunanjim direktorjem. Smernice tudi določajo, da se zunanji direktorji sestanejo najmanj trikrat na leto in razpravljajo o izvršilnih zadevah družbe, kamor povabijo tudi glavnega izvršilnega uradnika.²⁵

²⁴ Romano 96, str. 281, 282.

²⁵ Smernice korporacijskega upravljanja General Motors med drugimi določajo tudi ustanovitev šestih komitejev direktorskega odbora, to so revizijski, kapitalski, finančni, komite za nagrajevanje, komite za javno politiko in direktorski komite. Dnevne rede komitejev za vsako leto sprejme direktorski odbor v celoti.
Glej več o tem v Gregory Varralo & Daniel A. Dreisbach, *Fundamentals of corporate governance, a Guide of Directors and Corporate Counsel*, Section of Business Law, American Bar Association.

Ameriške teorije o vlogi korporacijskih organov

Obstajajo vsaj tri pomembne teorije o vlogi korporacijskih organov v ZDA²⁶:

1. Protivodstvena teorija – *Contra-managerial theory*

Po tej prevladujoči teoriji je glavna naloga direktorskega odbora zagotoviti neodvisnost odbora in uprave (izvršilnega osebja) tako, da lahko delujeta v interesu delničarjev. Določa, kakšen vpliv naj ima uprava na direktorski odbor, kadrovsko in informacijsko sodelovanje članov odbora (njihova izbira članov odbora) pri CEO in upravi²⁷, ter predlaga pravne rešitve za konformizem članov odbora; recimo imenovanje neodvisnih direktorjev odbora ali komiteja, ki ga sestavljajo neodvisni direktorji.

2. Teorija zastopniških stroškov – *Agency Cost Theory*

Ta teorija določa, naj korporacije s pomočjo odborov zmanjšajo zastopniške stroške. Obstajajo vsaj naslednji viri, kjer bi bilo stroške mogoče zmanjšati²⁸:

- preprosta tržna moč je sestavljena tako iz monopolne moči podjetja glede na potrošnike kot monopolne moči glede na dobavitelje;
- lock-in se nanaša na odvisnost, do katere lahko pride med različnimi skupinami, ki v daljšem časovnem obdobju sklepajo pogodbe s podjetjem;
- tveganja pri sklepanju dolgoročnih pogodb se nanašajo na dejstvo, da je tveganja več, kolikor daljši je pogodbeni rok;
- neenakomerno porazdeljene informacije in strateška pogajanja se nanašajo na splošen problem, ki je prisoten v vsakem gospodarskem podjetju;
- različni interesi govorijo o neizogibnih stroških, do katerih prihaja zaradi različnih interesov različnih ljudi v podjetju. Večje in bolj razvejano je podjetje, večji so stroški;
- odtujenost, koncept poznan iz socialne psihologije, govori o tem, da se

²⁶ Lynne L. Dallas, *The Relational Board: Three Theories of Corporate Boards of Directors*, 22 J. Corp. L. 1, 4–8 (1996). Lynne L. Dallas, *The Dual Board and Board Ombudsperson*, 54 Wash & Lee L. Rev. 91. (1997). Lynne L. Dallas, *Two Models of Corporate Governance, Beyond Berle and Means*, 22 U. Mich. J.L. Ref. 19, (1988).

²⁷ Glej npr. Rita D. Kosnik, *Greenmail: A Study of Board Performance in Corporate Governance*, 32 Admin. Sci. Q. 163 (1987).

²⁸ Eric W. Orts, *The Future of Enterprise Organization, The Ownership of Enterprise* by Henry Hansmann. Cambridge, Mass.: Harvard University Press (1996). Pp. xi, 363. *Institutional Shareholders and Corporate Governance* by Stapledon, Oxford: Clarendon Press (1996). Pp. Vi, 376. \$98, Michigan Law Review, May 1998, 1998 Survey of Books Relating to the Law.

delavci v sodobnih industrijskih družbah pogosto ne zavedajo pomena svojega dela in zato niso motivirani zanj.

Sodeč po tej teoriji obstajajo, poleg nadziranja, tudi druge tržne metode, s pomočjo katerih je mogoče najti ravnotežje med interesi menedžerjev in delničarjev (npr. delnice v lastništvu menedžerjev)²⁹. Ta teorija ne omogoča spremembe strukture odbora s pomočjo pravnih sredstev³⁰, prav tako zavrača ustaljeno pravilo, po katerem je odbor v glavnem neodvisen.³¹

Ista teorija tudi nasprotuje spremembam v sistemu upravljanja korporacij, ki bi omogočale lastništvo deleža komu drugemu kot delničarjem. Prav tako ne sme biti član odbora nihče drug kot delničarji. Tak sistem upravljanja korporacij bi namreč privedel do balkanizacije odbora, zaradi česar ta ne bi bil sposoben sprejemanja pomembnih odločitev. Pozornost posebnih predstavnikov delničarjev pa bi bila nedvomno usmerjena samo na njihove interese oziroma na interese skupine, ki jo predstavljajo. Za dolgoročno zdravje korporacije in interese vseh njenih delov bi bilo včasih morda treba sprejeti tudi odločitev, ki se ne bi ujemala z interesi enega ali drugega dela.³²

Obstajajo pa tudi drugačni načini razmišljanja, recimo Gilsonov. Gilson meni, da je s stališča kompenzacije med obvezo in prilagajanjem mogoče poseči tudi po soodločanju. Vedno hitrejši tehnološki napredek bo delavce verjetno prisilil k večjemu tveganju glede njihovih investicij specifičnega človeškega kapitala. Z drugimi besedami, konkurenca morda ne bo dopustila finančne podpore delavcev, katerih človeški kapital so povozile tehnološke spremembe.³³

Razlike v informiranosti med upravo in delavci imajo lahko ključni vpliv na to, kako sistem korporacijskega upravljanja olajšuje kompenzacijo med obvezo in prilagajanjem. V literaturi s področja teorije igre piše, da igralci, ki v pogajalskih igrah niso enako informirani, velikokrat ne pridejo do rešitve, čeprav bi imeli na koncu koristi od nje oboji.³⁴

²⁹ Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *J. Fin. Econ.* 305, 308 (1976).

³⁰ Stephen M. Bainbridge, *Independent Directors and the ALI Corporate Governance Project*, 61 *Geo. Was. Rev.* 1034, 1047–52 (1993).

³¹ Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Agency Problems and Residual Claims*, 26 *J. L. & Econ.* 327, 331–32 (1983). Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26 *J. L. & Econ.* 301, 313–15 (1983).

³² Theodore N. Mirvis & Steven A. Rosenblum, reviewed by Martin Lipton M. Blair, *Corporate Governance in the Era of Institutional Ownership*, Book Review, *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first*, at 9, *New York University Law Review* (1995).

³³ Ronald J. Gilson, *Hodge O'Neal Corporate and Securities Law Symposium: Path Dependence and Comparative Corporate Governance: Corporate Governance and Economic Efficiency: When do Institutions matter?*, 74 *Wash. U. L. Q.* 327 (1996).

³⁴ *Ibidem*.

3. Teorija o odnosih med odboroma: teorija o koaliciji moči (*Power Coalition Theory*)

Ta teorija temelji na literaturi s področja sociološkega in organizacijskega vedenja. Zagovarja, da koalicije, ki jih sestavljajo različni člani, recimo delničarji, upniki in zaposleni, vzajemno delujejo v gospodarskem, kulturnem in socialnem okolju, ki ima močan vpliv na vzdušje in delovanje korporacije. Kadar ima koalicija odločilen vpliv na določeno zadevo, tedaj tudi predstavlja korporacijo. Poleg nadzora ima odbor tudi druge, tako imenovane sorodstvene funkcije (*relational functions*), ki pa jih je zaradi nasprotujočih si interesov treba razdeliti v dva odbora: (a) nadzorni, ki ga sestavljajo nadzorni direktorji, ki se ukvarjajo z nasprotji interesov, in (b) odbor sorodstvenih funkcij, ki ga največkrat sestavljajo ljudje, ki imajo poslovne stike s korporacijo. Njihova naloga je reševati ostale zadeve, ki se tičejo odbora.³⁵

Nekateri trdijo, da je sedanji sistem v Združenih državah, v katerem direktorje izvolijo delničarji, vendar morajo (direktorji) v svojih odločitvah in presojah upoštevati interese vseh lastnikov deležev, primeren za ta čas. Učinkovito upravljanje korporacij je odvisno od trdnosti direktorskega odbora, kar je mogoče samo takrat, kadar odbor sestavljajo popolnoma neodvisni direktorji, ki so pripravljeni izboljšati svoje delo, ne samo spreminjati predpise in zakone, ki določajo parametre današnjega upravljanja korporacij.³⁶

Ne nazadnje nam je na voljo tudi nekaj konkretnih predlogov za reformo korporacijske strukture. Po Dallasovi bi novo korporacijo sestavljala dva odbora, vsak izmed njiju naj bi opravljal določene naloge. Prvi odbor, imenovan odbor za reševanje konfliktov (*conflicts board*), bi izvajal nadzor nad konflikti in bi ga sestavljali samo neodvisni direktorji, torej direktorji, ki nimajo poslovnih zvez s korporacijo ali njeno upravo. Drugi odbor, imenovan odbor za pregled poslovanja (*business review board*), bi sestavljali različni direktorji, ki bi izvajali ostale naloge. Polno zaposleni ombudsman, ki bi ga izvolili neodvisni direktorji, bi neodvisnemu odboru pomagal pri nadzoru konfliktov v odboru za njihovo reševanje ali v obstoječem unitarnem odboru³⁷.

Teorije, ki jih skušam primerjalno analizirati, se v prvi vrsti ukvarjajo z vprašanjem strukture odbora (eno- ali dvotirni) in razdeljevanjem pooblastil med direktorski odbor in izvršilno upravo. Nekaj misli je namenjenih tudi iskanju rešitev za bolj učinkovit nadzor in obvladovanje uprave. Tu gre za vprašanje neodvisnosti in zunanjih direktorjev, komitejev direktorskega odbora in drugih učinkovitih oblik zmanjševanja zastopniških stroškov.

³⁵ Dallas 96, str. 28, 29.

³⁶ Mirvis, Rosenblum 95.

³⁷ Dallas 97.

Koncept, ki se bolje sklada s teorijo o socialni odgovornosti podjetja, je tako imenovan model moči.³⁸ Pri tem modelu je podjetje institucija s svojo lastno notranjo strukturo, ki želi ublažiti negotovost tako, da zviša stopnjo lastne avtonomije in pristojnosti nad svojim okoljem. Z različnimi strategijami želi povečati svojo odvisnost od okolja in tako ublažiti pritiske trga. Ne samo da organizacija omejuje pravno, politično in gospodarsko okolje, ti trije dejavniki se izražajo, vsaj deloma, v načinih, kako želijo organizacije te dejavnike spremeniti v zadovoljitev svojih interesov preživetja in rasti. Torej ni res, da podjetje samo reagira na svoje okolje, ampak reagira z njim.³⁹

Ravnanje podjetja je odsev boja za nadzor med vladajočimi koalicijami, ki jih sestavljajo skupine posameznikov, ki so v specifičnih odnosih s podjetjem samim in med seboj. Moč izhaja iz številnih virov, pomembna pogajanja se dogajajo v okviru političnih in družbenih odnosov in ne prek posameznih razdrobljenih dogovorov. Cilj je postati del vladajoče koalicije, ki jo večinoma sestavljata uprava in kakšna druga skupina, odvisno pač od odločitev, do katerih je treba zavzeti stališče, in moči posamezne skupine. »Notranje« koalicije sestavljajo najboljši menedžerji in zaposleni v različnih oddelkih in področjih. »Zunanje« koalicije pa so sestavljene iz delničarjev, strank in dobaviteljev.⁴⁰

EVROPSKI POGLED – TEORIJA PODJETJA, POGODBENA ALI INSTITUCIJSKA TEORIJA

Temeljno o teoriji podjetja

Po splošni teoriji podjetja je podjetje personificiran kapital, naložen v gospodarsko funkcijo, ki pridobi pravno subjektiviteto z organizacijo v gospodarsko družbo kot njegovo statusno obliko. Podjetje je samostojen nosilec gospodarskega interesa, torej dobička in rizika, in v tej funkciji je tudi njegova premoženjskopravna subjektiviteta. Materialni substrat

³⁸ Dallas 88: Ta koncept zagovarja delničarjevo pravico do izvolitve direktorskega odbora, glasovanja glede zadev, ki se tičejo korporacije in zanašanja na dolžnost direktorjev, da ukrepajo v skladu z interesi delničarjev. ...Model moči izpodbija trditve učinkovitostnega modela in njegove temelje, kot je na primer argument naravne selekcije. ... Pri učinkovitostnem modelu je najbolj učinkovita struktura korporacijskega upravljanja tista, pri kateri dobiček delničarjev kontrolira upravljanje in odločanje v korporaciji.

³⁹ Dallas 88: Odkar sta Berle in Means spremenila tradicionalni model lastništva, je v korporacijskem pravu poudarek na pomenu ločitve lastništva od kontrole. Njunno delo je spodbudilo nastajanje novih predlogov za reformo korporacijskega upravljanja, ki naj bi s spreminjanjem zveznih predpisov o zastopanju okrepili kontrolo lastnikov nad korporacijo.

⁴⁰ Dallas 88.

podjetja je njegovo premoženje, ki pomeni jamstveno maso za obveznosti, ki jih prevzema podjetje kot družba, torej kot pravno organizirani kapital v pravnem prometu, oz. se zaveže tretjim. Delavci niso del pravne strukture podjetja in tudi ne konstitutivni del njegovega nastanka.⁴¹

Teorija pri nas govori o pravici do podjetja in jo izvaja iz ustavno zajamčene svobode gospodarske pobude.⁴²

Po bivšem Zakonu o podjetjih (Uradni list SFR, št. 77/88, 1. člen) je bilo podjetje predvsem pravna oseba, ki opravlja gospodarsko dejavnost zaradi pridobivanja dohodka oz. dobička. Zakon je dal tudi definicijo gospodarske dejavnosti in šteje, da je gospodarska dejavnost proizvodnja in promet blaga ter opravljanje storitev na trgu (člen 1/2 ZP). ZGD skorajda ne govori o pojmu podjetje. V teoriji je sporno, ali podjetje kot pravni pojem sploh obstaja.⁴³ ZGD je dosleden načelu, da je podjetje splošni ekonomski izraz raznovrstne pravnoorganizacijske oblike, ki jo določa pravni red oz. je na voljo tistim, ki želijo opravljati podjetniške dejavnosti. Podjetje bi torej lahko razumeli kot pojem, kot trajno ponavljajoče se poslovne aktivnosti, ki zaradi tega prerastejo v statusno obliko, ki jo določa pravni red.

Gledano gospodarsko je podjetje premoženje, ki ga lastnik naloži v

⁴¹ Šime Ivanjko, Organ upravljanja d.d. – sporni pojem, Pravna praksa, Ljubljana, št. 10 (1996), str. 5: Podjetje in družba nista sinonima. Družba ima podjetje. Podjetje ni subjekt prava in ni pravna oseba, temveč sredstvo družbe, ki je subjekt prava in tudi pravna oseba.

⁴² Šime Ivanjko, Podjetje in družba, Podjetje in delo, Ljubljana, 1994, št. 2 (1994): Glede na to, da je svobodno gospodarsko pobudo praviloma mogoče uresničevati s podjetjem, lahko govorimo o pravici do podjetja: to je o pravici do organiziranja izvajanja gospodarske dejavnosti. Pravno priznanje te pravice ima za posledico pomembne posege v statusno pravo družb, gospodarsko politiko, pravo varstva konkurence, javno pravo, davčni sistem, premoženjsko, dedno in druge oblike prava. Pravica do podjetja odpira tudi vrsto pravnih in drugih vprašanj, zlasti ker je ta pravica nedodelana in se sam pojem v zakonodaji, literaturi in praksi različno razlaga.

⁴³ Ivanjko 94: Podjetje nima pravne osebnosti, ni nosilec dejavnosti in ne nastopa v pravnem prometu. Je objekt fizične (npr. pri podjetniku posamezniku) ali pravne osebe (npr. družbe) in nastopa v pravnem prometu v različnih pojavnih oblikah družb ali podjetnika. Z ekonomskega, organizacijskega in pojmovnega vidika je podjetje predvsem organizirana in premoženjska enota, v okviru katere so nepremičnine in premičnine, pravice, denar, združenja, in organizirana v določeni funkciji, ki jo dejansko uresničujejo s svojim delom fizične osebe. Gre za skupnost premoženja in ljudi, med seboj povezanih v funkciji opravljanja določene dejavnosti trajne narave.

Podjetje je predmet številnih (podjetniških) teorij, ki so našle mesto v francoski, nemški ter avstrijski literaturi, vendar pa je takoj treba dodati, da nemški in avstrijski pravni sistem zelo težko odstopa od subjektivnega pojmovanja trgovca kot temeljnega gospodarskega subjekta. Nemška zakonodaja ima negativno stališče do podjetja in zato nemška pravna teorija poskuša afirmirati podjetje v okviru tako imenovanega podjetniškega prava, pa tudi posebnega objektivnega pristopa k trgovskemu pravu s tem, da pojem podjetja na ekonomskem področju poskuša vpeljati na pravno področje.

pridobitno dejavnost, tako da mu bo dajalo donose. Tako premoženje postane kapital, lastnik premoženja, ki ga vloži v pridobitne namene, pa kapitalist.

Premoženje se pravno personificira z ustanovitvijo gospodarske družbe. Pravni redi (vključno z našim po ZGD) namreč podjetja ne urejajo kot posebne pravnoorganizacijske oblike, pač pa se podjetje vedno pojavlja v obliki ene od družb. Izjema je podjetje samostojnega podjetnika. Različne vrste družb kot oblike podjetij določajo različna notranja pravna razmerja, tako premoženjska kot tista pri upravljanju. Družbe se razlikujejo med seboj tudi po pravnem položaju lastnika oz. družbenika, vezano na pravna razmerja, v katera vstopa podjetje. Gre za vprašanje odgovornosti družbenika za obveznosti podjetja kot osamosvojenega subjekta. Prav po tem merilu se družbe razlikujejo na kapitalske in osebne.

Podjetje je torej pridobitno naloženo premoženje, ki kot družba vstopa v pravna razmerja s tretjimi. Subjektiviteta podjetja je ločena od pravne osebnosti lastnikov. Vendar ostajajo lastniki v številnih pravnih razmerjih do podjetja kot objekta pravic in obveznosti. Podjetje kot celota ter njegovi posamezni deli so namreč predmet razpolaganja, s tem, da imajo razpolagalno pravico njegovi lastniki, ne pa tisti, ki vodijo posle podjetja in odločajo o posameznih premoženjskih predmetih iz njegove aktive. S temi namreč razpolaga podjetje kot subjekt lastninske pravice in s tem pravice razpolaganja, ki jo uresničujejo njegovi zastopniki (poslovodstvo) oz. organi.

Opraviti imamo torej z dvema vrstama različnih lastninskih oz. pravnih razmerij. Na eni strani je to razmerje med lastnikom oz. lastniki in podjetjem kot objektom pravnega prometa, pri čemer lastniki razpolagajo ali s podjetjem kot celoto, torej s celokupnostjo aktivnega premoženja in obveznosti, ali pa z njegovimi posameznimi deli. V teh razmerjih je podjetje objekt lastninske in razpolagalne pravice, njegovi lastniki (delničarji) pa z njim razpolagajo v okviru korporacijske pravice upravljanja.

Drugo lastninsko oz. pravno razmerje je do premoženjskih predmetov, vrednosti oz. pravic, ki tvorijo aktivno stran premoženja podjetja. Njihov lastnik je podjetje kot pravni subjekt, ki z njimi lahko tudi razpolaga prek zastopnikov, ki oblikujejo in izvršujejo voljo podjetja kot pravne tvorbe oz. kot osamosvojenega pravnega subjekta.

Navedena razmejitev pravnih razmerij je lahko temelj za razlikovanje med lastninskim upravljanjem in posli upravljanja (poslovođenja) podjetja. Tako bi odločitve, ki imajo za posledico oblikovanje oz. spreminjanje statusnih oz. premoženjskih značilnosti podjetja kot objekta lastninske pravice, lahko imenovali odločitve lastninskega upravljanja. Odločitve, ki povzročajo spremembe v notranjem premoženjskem sestavu podjetja in so usmerjene v pretvarjanje posameznih premoženjskih predmetov in vrednosti z izvajanjem pridobitne dejavnosti tako, da pride do donosov na celokupnost premoženja, pa bi lahko imenovali odločitve vodenja poslov.

Ta najbolj groba razmejitev med lastninskimi in poslovodskimi odločitvami je natančneje izpeljana in različno razmejena pri posameznih pravnoorganizacijskih oblikah oz. vrstah družb. Vendar pa za vse oblike družb, da bi lahko vstopale kot samostojni subjekti v pravna razmerja s tretjimi in da bi pravni promet varno tekel za vse udeležence, veljajo neka skupna pravila, ki jih imenujemo statusne sestavine gospodarskih družb.

Teoretični pogled na podjetje in pravno osebo

Teoretični pogledi na pravno naravo podjetja so se razvijali in hkrati učinkovali na razvoj teorije pravne osebe nasploh. Nobeno naključje ni, da je teorija pravne osebe eno središčnih vprašanj pravne znanosti. Opredelitve o pravni osebi, njeni naravi, bistvu so namreč v neposredni zvezi s temeljnimi lastninskimi razmerji, (blagovno) naravo gospodarstva ter vsakokratnimi pogledi ideologije na najbolj temeljna vprašanja, kot so položaj človeka v družbi, organizaciji, pojmovanje svobode, lastnine itd.

Teorije o pravni osebi pravna znanost večinsko razvršča na negatorske teorije, teorije fikcije, teorije realnosti in realistične teorije.

Skupna značilnost vseh negatorskih teorij je prepričanje, da bit pravne osebnosti ni tisto, kar se kaže na prvi pogled, to je pravna oblika, ampak nekaj drugega, kar je za pravno obliko. Negatorske teorije sicer ne negirajo obstoja pravnih oseb, ampak se praviloma nanašajo na pravno naravo pravne osebnosti kot lastnosti. Poudarjajo realne sestavine pravne osebe (fizične osebe, premoženja) ter cilje in družbene funkcije kot temelje pravne osebnosti, ter zanikajo suverenost pravne norme glede tega, da ta poljubno določa pravno osebnost nečemu, kar nima realnega temelja. Priznanje pravne osebnosti je le instrument za uvajanje substrata v pravno življenje.

Teorije fikcije izhajajo od fizične osebe, saj je le posamezen človek pravno sposoben. Pravni red lahko podeli pravno sposobnost tudi družbenim tvorbam, vendar z golo fikcijo.

Teorija fikcije se opira na fizično osebo, češ le fizične osebe lahko oblikujejo voljo in jo tudi izražajo.

Teorija fikcije sicer ne zanika materialnega pomena pravne osebe, pač pa zanika samostojno bit pravne osebe. Poudarja človeka kot edinega mogočega in izvirnega nosilca pravne sposobnosti.

Med teorijami realnosti oz. realističnimi teorijami o pravni osebi ima poseben pomen tako imenovana organska teorija, ki jo je utemeljil Oto Gierke. Ta teorija zanika utemeljenost primerjav pravne osebe s človekom kot fizično osebo in poudarja, da gre pri pravni osebi za družbeno tvorbo, ki ji pravni red priznava določeno pravno sposobnost.

Razvoj pravne misli glede pravne osebe je pomagal sooblikovati teore-

tične predstave o lastninski naravi podjetja. Po klasični teoriji podjetja je podjetje le premoženje, ki je organizirano s pridobitnim namenom v lastnikovo korist. Podjetje je torej le objekt lastninske pravice, z njim lastnik razpolaga po svoji volji. Problem lastninske avtonomnosti oz. subjektivnosti podjetja torej sovпада s teoretičnimi spoznanji o pravni osebi kot samostojnem premoženjskopravnem subjektu. Tako različni teoretični pogledi na pravno osebo kot tudi različne pravne predstave o podjetju so prej ali slej najbolj odvisni od vsakokratne stopnje razvitosti produktivnih sil kapitalistične družbe ter iz nje izhajajoče družbene in tehnične delitve dela.

Institut pravne osebnosti ter postopno lastninsko osamosvajanje podjetja je po svojem izvoru rezultat zahtev dinamično se razvijajočega gospodarstva po fleksibilnih, učinkovitih pravnih oblikah in mehanizmi. Nenehna težnja po gospodarski učinkovitosti je privedla do procesov koncentracije kapitala v najširšem razmahu in pomenu. Pravnoorganizacijska oblika individualnega lastnika podjetnika zato ni bila več kos zahtevam po integraciji in koncentraciji dela in kapitala.

Pojav različnih tipov trgovskih družb, ki je posledica vse višje ravnih produktivnih sil in bolj razvejane delitve dela kapitalistične družbe, pomeni zato prelomnico v interpretaciji lastninske avtonomije gospodarskega subjekta.

Prelomna je predvsem prekinitev pravne zveze med lastnikom in podjetjem, ki se izraža v samostojni pravni subjektivnosti podjetja. Subjekt, ki ni fizična oseba, postane novi lastnik, nanj se prenesejo vsa lastninska upravičenja razen tistih, ki jih lahko upravlja samo človek. To pa je predvsem pravica upravljanja (kontrole), ki jo obdrži »prejšnji« lastnik.

Vendar pa tudi pravica upravljanja v razvijajoči se kapitalistični družbi postopno uhaja iz rok »prvotnemu« lastniku. Razlogov za to je več, vsi pa potrjujejo, da je zasebno lastninska ideologija o lastnikovi vrhovni moči in oblasti v popolnosti uporabljiva le v najbolj preprostih začetkih kapitalizma. Razvoj produktivnih sil pa neizprosno terja tudi razvitejše oblike družbene zavesti, torej doseženemu razvoju ustrezne pravnoorganizacijske oblike in mehanizme. Poleg različnih oblik koncentracije kapitala v različnih tipih gospodarskih družb uvrščamo med vzroke za ločevanje upravljanja od lastnine tudi vsakokratno vlogo države v ekonomski politiki. Tudi ta je prej ali slej naslonjena na različno pojmovanje lastninske avtonomije oz. individualnega interesa. (Npr. lastnina kot socialna funkcija oz. teorije o samostojnem interesu podjetja.)

Proces cepljenja klasičnih lastninskih funkcij je torej značilen tudi za sodobne zasebnolastninske modele reprodukcije. Upali bi si celo napovedati, da je premočrten glede na materialno in splošno razvitost družbe. Višja bo torej raven gospodarske in splošne razvitosti, šibkejše bodo tradicionalne lastninske funkcije.

Kapitalistično podjetje, ki se v sodobnem svetu vse bolj pojavlja v obliki različnih tipov gospodarskih družb, torej že zdavnaj ni več zgolj gospo-

darski oz. pravni mehanizem lastnika za zadovoljevanje njegovih osebnih interesov.

Ne samo da je podjetje danes nesporno samostojen pravni subjekt, lahko bi celo rekli, da prerašča v samostojen družbeni organizem, kjer se opravlja gospodarska dejavnost, pri čemer je vprašanje lastnine tudi v kapitalističnem svetu vse bolj drugotnega pomena.

Bolj so pomembni elementi pravne subjektivitete podjetja, to je njegova odgovornost oz. jamstvo, pooblastila v pravnem prometu itd., torej tiste sestavine, ki omogočajo hiter in učinkovit gospodarski pretok. Pri tem je pravno, pa tudi družbeno vse manj pomembno, kdo je lastnik ali solastnik podjetja.

S pravnega stališča je lastništvo nepomembno zato, ker podjetje postane samostojen pravni subjekt in se pravna vez z lastnikom prekine (izjeme tega pravila so različne oblike odgovornosti lastnika v določenih vrstah osebnih gospodarskih družb). Lastništvo izgublja pomen tudi zato, ker upravljanje in s tem družbena moč, oblast, z lastnikov prehaja na usposobljene posameznike, menedžerje oz. na druge družbene strukture.

Že Gierke je razlikoval med družbami, ki so pravne osebe, in tistimi, ki niso, pri čemer je slednje pojasnjeval po načelih skupnoročne, kolektivne lastnine, kontraktualistične teorije pa so pojasnjevale nastanek družbe s pogodbo. Družba je izraz pogodbene volje družbenikov, pravna oseba je le zunanja pravna oblika.

Po stališčih institucijske teorije je družba institut, ki ima svojo pravno osnovo v zakonu in ne v pogodbi. Po Ripertu je družba določen pravni mehanizem, ki je dan na voljo angažiranemu kapitalu.

Teorija namembnega premoženja je poudarila, da gospodarskih družb ni mogoče pojasnjevati z načeli rimskopravne societete. Pri družbah na temelju societetne pogodbe gre za združbe, ki nimajo svoje lastne pravne osebnosti (in so tako najbolj podobne fizični osebi).

Okoliščina, da družba ni solastnina družbenikov, namreč odločilno posega prav v razmerja upravljanja. Razlikovati moramo namreč med vodenjem poslov na podlagi osebnega zaupanja in soglasja družbenikov, kar je značilnost societetnih razmerij, ki temeljijo na kolektivnem lastništvu družbenikov, in med upravljanjem družbe kot posebnega subjekta z osamosvojenjo lastnino, kjer ni več lastniških upravičenj družbenikov.

Pojmovanje lastnine družbe kot kolektivne lastnine družbenikov bi torej preprečilo institucionalizacijo upravljanja na večinskih načelih, kar je za potrebe sodobnega gospodarskega življenja okoren, tog in premalo učinkovit način sprejemanja odločitev. Osamosvojitve družbine, podjetniške lastnine je torej podlaga za upravljanje po načelu kapitalske večine, ki je primarno načelo odločanja v zasebnolastninskih pravnih sistemih.

Večinsko načelo sicer pomeni ublažitev strogega civilističnega principa o brezpogojni vezanosti pravic upravljanja na lastninsko pravico, nikakor pa ne pomeni, da je s tem izpodbito načelo – lastnina kot temelj upravljanja. Razmerja upravljanja v kapitalističnem podjetju oz. družbi

kljub procesu osamosvajanja lastnine in krepitvi položaja operativnih posameznikov pri sprejemanju odločitev zanesljivo izhajajo iz lastnine kot temelja. Kapitalistično podjetje oz. družba je torej funkcija kapitala in še zdaleč ne morda dela, saj delo tudi formalno ni vključeno v formalno strukturo pravne osebe.

Gospodarska družba kot pogodbeno skupnost ali kot pravna oseba

Teoretični prispevki in diskurz o naravi pravne strukture podjetja (podjetje kot institucija ali pogodba), ki so prevladovali v času do nastajanja velikih kodifikacij prava družb, so še danes hvaležno teoretično pojasnilo za razlike med evropskimi pravnimi redi.

Tako npr. v Franciji še danes prevladuje prepričanje, tako za delniško družbo kot družbo z omejeno odgovornostjo, da sta to pravni osebi pogodbenega prava. Različni instituti, ki še danes tvorijo pravo družb v Franciji, temeljijo na predpostavki pogodbene zasnove francoske gospodarske družbe. Tudi Belgija je pod vplivom pogodbene teorije. Nizozemci so pogodbeno teorijo opustili leta 1930 v prid teoriji družbe kot institucije.

Najbolj značilna posledica sprejete pogodbene ali institucijske teorije v pravni red sta narava in tip ustanovitvenega akta, kar je v Franciji in Belgiji ustanovna pogodba, nizozemsko pravo pa je že uveljavilo večstranski pravni akt, podobno kot nemški pravni red poimenuje statut družb.

Razlikovanje se znotraj Evropske unije pojavlja pri poimenovanju gospodarske družbe oz. glede statusa gospodarske družbe kot pravne osebe. Tako so v nekaterih državah, npr. v Franciji in na Škotskem, pravne osebe tudi komercialna in celo civilna partnerstva (slovenska družba z omejeno odgovornostjo in komanditna družba ter celo civilna pogodbeno skupnost), drugje, posebej v Nemčiji in Angliji, pa so pravne osebe zgolj kapitalske družbe, torej delniške družbe in družbe z omejeno odgovornostjo.

Tudi nastanek pravne osebnosti je v pravnih redih znotraj Evropske unije različen. Tako se npr. v Belgiji in na Nizozemskem gospodarska družba šteje kot pravna oseba, torej kot inkorporirana, v trenutku, ko je sprejet oziroma potrjen ustanovitveni dokument. Na drugi strani v Veliki Britaniji in Italiji družba kot pravna oseba nastane šele z vpisom v trgovinski register oziroma v register družb.

Pogodbena teorija

Tudi sodobni francoski teoretiki v zadnjem času priznavajo, da je pogodbeno konceptija gospodarske družbe v zatonu. V zadnjih 30 letih je bila

glede vprašanja pravne narave gospodarske družbe prava mala revolucija. Pogodbeni pristop kot temelj zakonskemu in statutarnemu urejanju pravil delovanja gospodarskih družb se postopno nadomešča s t. i. novim pristopom, katerega bistvo je v tem, da je gospodarska družba pravna struktura oziroma pravni okvir za podjetje.⁴⁴

Izvirno je bila gospodarska družba pogodba med dvema ali več posamezniki, ki so se zedinili poslovno delovati skupaj z namenom deliti morebitne dobičke. Približno takšna je opredelitev v členu 1832 francoskega civilnega zakonika (*Code Civile*), podobna v italijanskem *Codice Civile*, člen 2247, ter švicarskem *Code de obligation*, člen 530, ali pa v belgijskem civilnem zakoniku v členu 1832.

Čeprav je bil člen 1832 francoskega Code Civil spremenjen že leta 1978, je sprememba tega člena z dne 11. julija 1985 šele dokončno priznala prevlado institucijske narave gospodarske družbe tudi v Franciji. Ta sprememba je poleg uvedbe družbe z enim družbenikom tudi spremenila ubeseditev opredelitev gospodarske družbe. Ta se poslej ne glasi več, da je gospodarska družba pogodba med dvema ali več osebami, ampak: »... gospodarska družba je ustanovljena (instituirana) s strani dveh ali več oseb ...«

V nemškem AG poudarek na družbeni pogodbi ni bil tako velik in nemško pravo je uvedlo družbo z enim družbenikom z zakonom z dne 4. julija 1980, ne da bi pri tem spremenilo temeljno ubeseditev pojma gospodarske družbe.

Institucijska teorija

Institucijska teorija pojasnjevanja gospodarske družbe se je pojavila z naraščajočim zakonskim urejanjem pravne strukture in organizacije gospodarske družbe. Poudarjena zakonska regulativa gospodarske družbe je njeno organizacijo vse bolj odmikala od pogodbe kot urejanje medsebojnih razmerij strank ustanoviteljev.

Bistvo institucijske teorije je, da podjetje deluje kot institucija, ki ima svoje organe, ti pa so pooblašteni uresničevati njegov namen v skladu z javnim redom. Skupna volja ustanoviteljev gospodarske družbe se kaže v delu njenih organov, katerih pooblastila in pristojnosti so določene z zakonom in ne s pogodbo lastnikov, ustanoviteljev. Gospodarska družba vse bolj postaja institucija; pogodbeno naravo je gospodarska družba dokončno izgubila z uveljavitvijo družbe z enim družbenikom.

Če sprejmemo to teorijo, namreč da je gospodarska družba pravna organizacija oziroma pravni okvir podjetja, se v tej zvezi pojavljajo številna pravna vprašanja, kot npr.:

⁴⁴ Jean Paillusseau, *The major of Company, Comparative Company Law*, Drury in Xuereb, Dourthmouth publishing company (1991).

- kaj so gospodarske in socialne značilnosti t. i. podjetja, ki z ustanovitvijo gospodarske družbe pridobi pravno organizacijo na temelju zakona;
- kdo, če sprejmemo institucijsko teorijo, organizira podjetje, so to pogodbene stranke, torej ustanovitelji, lastniki ali zakonodajalec;
- kaj so organizacijske tehnike ustanovitve pravne strukture: podjetja, zakon, pogodba, statut ali kaj drugega.

Podjetje in družba

Utemeljitev gospodarske družbe kot ekvivalent organizaciji podjetja, ki ga sestavlja večje število posameznikov, ne ustreza več in je v sodobnem pravu družb presežena. Poleg tega da je pravo domala povsod dopustilo ustanovitev družbe z enim samim družbenikom, kar je seveda v nasprotju s koncepcijo, da je gospodarska družba skupina posameznikov, je javni red v poimenovanje gospodarske družbe postopno poleg interesa članov vnašal tudi druge interese do končne vzpostavitve družbinega lastnega interesa, v katerega dobro mora ravnati uprava.

Dodatna utemeljitev institucijske koncepcije gospodarske družbe je uvajanje soupravljanja in sonadzora, kot npr. delavski direktor in delavski člani nadzornega sveta v nemškem pravu. Ti ne zastopajo interesov članov, torej lastnikov, ampak *ex lege* interes tretjih. Zakonodaja namreč ne varuje zgolj interesov zaposlenih s soupravljanjem, ampak tudi interese drugih, npr. upnikov, manjšinskih delničarjev, javnosti itd.

Teorija na to vprašanje odgovarja s sklepom, da družba ni več pogodbeno skupnost lastnikov, ampak pravna tehnika organizacije podjetja.⁴⁵

Vse večji je pravni pomen podjetja.⁴⁶ Zakonodaje vse bolj uporabljajo izraz podjetje in ga razlikujejo od družbe kot njegove pravne organizacije. Lahko bi rekli, da se tradicionalni koncept družbe kot pogodbe med lastniki umika sodobnemu konceptu družbe kot pravne organizacije podjetja. Pri tem je podjetje treba proučevati širše kot družbo in ga pravno analizirati tudi izven prava družb. Na podjetje se namreč veže tudi zakonodaja, ki je ne uvrščamo zgolj v pravo družb.

Seveda pa je treba definirati teoretično zasnovo podjetja; kaj podjetje sploh je in kako ga zakonodaja pravno določa. Podjetje je predvsem ekonomski in sociološki pojem. Pravni pojem je podjetje le toliko, kolikor se nanj nanaša zakonodaja, ki ureja položaj in razmere gospodarskih družb.

Podjetje je predvsem tudi poslovni podjem, torej skupek pogojev za izvajanje poslovne dejavnosti. Skupek stvarnih in finančnih, človeških in

⁴⁵ Ibidem, str. 23.

⁴⁶ Francija je že sprejela zakon o razvoju in prenosu podjetij. Z zakonom dne 11. julija 1985 vzpostavljena družba z enim družbenikom se poslej imenuje enoosebno podjetje z omejeno odgovornostjo, četudi je družba z omejeno odgovornostjo.

pravnih pogojev za opravljanje poslovne dejavnosti mora poslovodstvo povezovati na način, da zadovoljuje na trgu izražene potrebe po blagu oziroma storitvah v ustrezni kakovosti in količini.

Na drugi strani je podjetje stičišče različnih interesov. V prvi vrsti je to interes ustanoviteljev oziroma podjetnikov, vendar se od trenutka njegovega nastanka oziroma začetka delovanja poslovnih dejavnosti krog interesov razširi, npr. na poslovne partnerje, upnike, zaposlene, delničarje, investitorje, depozitarje ter ne nazadnje na interese direktorjev, ki vodijo posle. Obseg interesov in njihova raznovrstnost je odvisna od velikosti podjetja.

Različni interesi (ustanoviteljev oziroma podjetnikov, delničarjev upnikov, poslovnih partnerjev, zaposlenih) podjetja večkrat pridejo v medsebojno navzkrižje oziroma nasprotnost. Pravo ima v primeru navzkrižja interesov skupin, ki so v različnih razmerjih s podjetjem, na voljo več možnosti; lahko prepusti interesnim skupinam, da same med seboj pogodbeno uredijo nastala nasprotja, ali pa pravo določi pravila ali celo način razreševanja zanje.

Načini razreševanja interesnih navzkrižij

Razreševanje interesnih navzkrižij z uporabo prava je različno:⁴⁷

Prvič, zavarovanje različnih interesnih skupin, zagotavljanje informacij (praviloma finančnih, obveznih revizij) in širitev pravic varstva za določene kategorije. Manjšinske pravice delničarjev kot tudi pravice zaposlenih s spremembami zakonodaje v evropskih državah naraščajo.

Tako npr. delavci sodelujejo v organih družbe ali pa so direktorji dolžni svetu delavcev zagotoviti vsa gradiva, ki so pripravljena za skupščino delničarjev, preden so ta predložena delničarjem, s tem da imajo člani sveta delavcev pravico dobiti enake informacije sočasno z delničarji.

Sveti delavcev imajo pravico vložiti tožbo ali zahtevati strokovno poročilo o različnih vidikih vodenja družbe, lahko sprožijo posebno preiskavo v primerih, da obstaja sum, da je upravljanje v nasprotju z interesi družbe. Imajo tudi pravico terjati razrešitev revizorja, če obstaja utemeljen sum, da je pristranski, da njegovo mnenje ni neodvisno oziroma da je povezan z delničarsko večino. Sveti delavcev morajo biti obveščeni, z njimi morajo biti opravljena posvetovanja o različnih odločitvah, povezanih npr. z organizacijo in vodenjem podjetja, s kakršnokoli spremembo, ki je pravno ali gospodarsko vezana na podjetje, še posebej če gre za združevanja ali prodajo. To velja tudi za pomembne spremembe v proizvodnih strukturah podjetja, in tudi če gre za pridobivanje ali razpolaganje z podružnicami oziroma če se razpolaga s pomembnim delom podjetja in se spreminja kontrolni interes. Sveti delavcev lahko poiščejo pomoč stro-

⁴⁷ Ibidem, str. 29.

kovnjakov po lastni izbiri, stroške takšne strokovne pomoči pa mora poravnati družba. Lahko zahtevajo tudi posebnega revizorja za razlago strokovnih vprašanj.

Določeno število predstavnikov sveta delavcev, odvisno od velikosti in vrste podjetja, sodeluje v upravi ali nadzornem svetu družbe, ali pa ima posvetovalno vlogo na sestanku direktorskega odbora ali nadzornega sveta družbe. Delavski predstavniki v teh organih imajo pravico do dostopa do vsega gradiva, tako kot člani teh organov. Na sejah ponekod glasujejo ali vsaj lahko povedo tudi svoja mnenja o zadevah, ki so na dnevnem redu. Lahko pa gospodarske družbe v svoje konstitutivne akte zapišejo pravico izvoljenih predstavnikov zaposlenih, da glasujejo na direktorskem odboru ali nadzornem svetu.

Drugič, varstvo različnih interesnih skupin na področju bančništva, financ, zavarovalništva. Na teh področjih različnim interesnim skupinam (varčevalci, vlagatelji vrednostnih papirjev) zakonodaja, ki ureja organizacijo in status družb na teh področjih, zagotavlja dodatno varstvo. Ureditev finančnih razmerij v delniški družbi je prav tako podrejena varstvu in zmanjšanju tveganj različnih interesnih skupin, ki se pojavljajo v delovanju delniške družbe (vpisovalci delnic, vplačniki delnic, upniki itd.).

Naloga sodobnega prava družb je vzpostaviti institucionalno ravnotežje med različnimi interesnimi skupinami, ki delujejo oziroma se pojavljajo z delovanjem podjetja. Pravo družb mora uveljavljati ustrezno ravnovesje med interesi upnikov in lastnikov, seveda med različnimi vrstami upnikov na eni strani in spet lastnikov in delničarjev na drugi strani.

Na drugi strani mora pravo družb posebno upoštevati apriorno kolizijo interesov med tistimi, ki so v različnih gospodarskih in poslovnih razmerjih s podjetjem, ter tistimi, ki so v podjetju zaposleni. Navzkrižja se pojavljajo tudi znotraj same lastniške strukture med večinskimi in manjšinskimi delničarji oziroma med tistimi, ki so znotraj kontrolnega paketa, in ostalimi investitorji.

Različni tipi družb se razlikujejo prav po tem, kako urejajo ravnotežje med različnimi interesnimi skupinami in kako varujejo njihove interese. V tem okviru je značilen odnos med t. i. splošnimi in omejenimi partnerji (komanditisti in komplementarji) v komanditni družbi.

V različnih pravnih redih so razlike med različnimi tipi družb bolj izražene, v drugih manj; enako velja za intenzivnost vključevanja t. i. nekapitalskih interesnih skupin v strukturo družbe.

Tretjič, varstvo različnih interesnih skupin skozi interes podjetja. Varstvo podjetja in njegovih interesov je najboljše jamstvo za varstvo različnih interesov skupin podjetja. Uspeh podjetja je namreč prvi pogoj za varstvo vsakršnega interesa.

Varovanje interesov podjetja je zato temelj pravu družb, ki se naslanja

na teoretičen koncept o samostojnem interesu podjetja. Če je družba pravna organizacija oziroma podporna struktura podjetju, mora zagotavljati tudi varstvo interesa podjetja in s tem usklajevanja različnih interesov, ki se ob tem pojavljajo. To je tudi razlog, da nekatere zakonodaje izrecno določajo, da morajo direktorji ravnati v dobro podjetja oziroma spoštovati interes podjetja.

Sodobno pravo družb torej izhaja iz gospodarske družbe kot pravno institucionalnega okvira podjetju, pri čemer se podjetje razume kot poslovni podjem na eni ter kot stičišče različnih interesov na drugi strani.

Kulturni in civilizacijski razlogi narekujejo večjo ali manjšo svobodo, ki jo pravni redi različnih držav dajejo pri izboru pravnoorganizacijskih oblik podjetja. Pri tem velja, da je v anglosaksonskih pravnih redih te svobode razmeroma več in da pravo manj varuje interese različnih skupin v nasprotju s celinskim delom Evrope, kjer je to ravno obratno.

Nastanek in bistvo dvotirnega sistema

Teoretično naziranje o lastnini kot socialni funkciji oziroma kot socialni dolžnosti se povezuje s sodelovalno pravico in dolžnostjo. Sodelovalna dolžnost je temelj za upoštevanje socialnih kriterijev. Iz tega izhaja, da namen podjetja ni zgolj pridobivanje dobička, ampak tudi zagotavljanje proizvodov in storitev za skupnost. Vse to se povezuje z nemško ustavno ureditvijo, ki v členu 14/2 določa, da lastnina obvezuje ter da mora lastnina služiti tudi javnemu interesu. Po splošnem razumevanju v Nemčiji je namen gospodarske družbe zagotavljati proizvode oziroma storitve za skupnost. To je seveda močno presenetljivo za anglo-ameriško individualistično naziranje.

Tako opredeljen namen podjetja je bistven za razumevanje nemškega korporacijskega upravljanja, ki poleg delničarskih interesov daje v ospredje tudi ostale udeležence (*stakeholders* ali deležniki), to so predvsem potrošniki in zaposleni. Cilj nemškega podjetja torej ni zgolj maksimizacija donosa na naložbo, ampak zadovoljevanje interesov podjetja kot celote, v kar so poleg premoženjskih interesov (kapitala) vključeni tudi interesi dela in skupnosti.

V začetku nemške industrializacije so majhna podjetja vodili njihovi lastniki. Z nastankom delniških družb in razdelitvijo lastnine je skupščina delničarjev postala neobvladljivo velika. Iz tega je izšla zamisel, da bi se nadzor nad menedžmentom organiziral z vzpostavitvijo odbora delničarjev, ki je zametek današnjega nadzornega sveta.

Sprva je delniške družbe nadzorovala država, leta 1870 pa je bila državna oblika nadzora odpravljena. Zamisel korporacijskega upravljanja v Nemčiji temelji na izhodišču, da je funkcija nadzora nad menedžmentom povsem samostojna in ločena ter predpostavljena vodenju tako kot v nekaterih ostalih sistemih.⁴⁸

Nemški sistem je torej nadzor preprosto posebej opredelil kot eno od funkcij, ji določil področje oziroma pristojnosti ter jo zaupal posebnemu organu, torej nadzornemu svetu. Pri določitvi funkcije nadzora temelji na predpostavki, da močnejša ko je uprava, večja je verjetnost, da njeni interesi ne bodo skladni z interesi lastnikov oziroma podjetja. Dodatna predpostavka ločitve funkcije nadzora in vodenja je, da se celotno področje vodenja zaupa z vsemi pristojnostmi upravi, z izjemo imenovanja same uprave, kar je pristojnost nadzornega sveta.

PRIMERJALNOTEORETIČNI VIDIKI

Od kod izvirajo razlike v upravljanju korporacij?

Upravljanje korporacij je na splošno dokaj nova pravna veja, teorije pa jo razlagajo različno. Njen obseg zajema poslovanje korporacije, obveznosti menedžerjev, povezane s kontrolo uprave (npr. poročanje, opravljanje revizije itd.). Nekatere definicije navajajo, da gre pri upravljanju korporacij za predpise o poravnavi, pristojnosti, obveznosti in odgovornosti korporacijskih organov. Še bolj kompleksen pristop pa izhaja iz odnosa med zastopnikom in zastopancem (investitorji-menedžerji) in želi uskladiti interese obeh strani ter zagotoviti, da podjetja delujejo v korist investitorjev.

Bolj splošna definicija upravljanja korporacij bi bila, da je to zveza med različnimi udeleženci (delničarji, direktorji, delavci, upniki itd.), ki vsi želijo začrtati smer poslovanja in njegovo izvajanje v korporaciji.⁴⁹

Visentini (1998) predlaga prevzete najboljše lastnosti obstoječih sistemov korporacij, ki jih predstavljata dva modela: tržno usmerjen model, ki je dobro zastopan v ZDA, in bančno usmerjen model, ki ga predstavljata Nemčija in kontinentalna Evropa (predvsem Francija in Italija). Obstajajo pomembne povezave med razlikami v finančnih in bančnih sistemih ZDA in EU na eni strani ter upravljanjem korporacij na drugi.⁵⁰

Visentini (1998)⁵¹ trdi, da se modela med seboj razlikujeta zaradi različne strukture finančnih sistemov, kar se kaže v načinu upravljanja korporacij, saj si upravitelji predstavljajo drugačen model delničarja. Tudi

⁴⁸ Ibidem, str. 17.

⁴⁹ Gustavo Visentini, *Compatibility and Competition between European and American Corporate Governance: Which Model of Capitalism?*, Brooklyn J. International (1998).

⁵⁰ Visentini trdi, da je termin »upravljanje korporacij« v pravnem žargonu dokaj nov. Tradicionalni pravni slovarji, kot sta *Black's Law Dictionary* (6. izdaja 1990) in *Ballantine's Law Dictionary* (3. izdaja 1969), ga namreč ne omenjajo.

⁵¹ Ibidem.

nekatera druga mnenja primerjajo sistem upravljanja korporacij s finančnim sistemom in strukturo lastništva.⁵²

Kar se tiče držav v tranziciji, je treba povedati, da je korporacijsko upravljanje, ki temelji na lastninski pravici, dokaj nov teoretični in pravni koncept, ki se je pojavil šele po začetku politično spodbujenih reform trga in gospodarstva ter privatizacije v začetku devetdesetih let. Prejšnji sistemi so bili preprosto neprimerljivi, saj je šlo za samoupravni sistem, ki je temeljil na delu ali administracijskem nadzoru. Države v tranziciji nimajo tradicije in kulture lastninskih pravic, prav tako jim manjka izkušenj v korporacijskem dialogu med delničarji, menedžerji in ostalimi udeleženci. V Sloveniji je zelo malo empiričnega znanja o tem, kaj vse je treba upoštevati pri izbiranju najprimernejšega modela za Slovenijo.

Kot sem pojasnil že v prvem delu, ima prevladujoča struktura institucionalnega lastništva velik vpliv na odločanje v slovenskih korporacijah. Za Slovenijo je značilno, da so samo institucionalni investitorji dovolj sposobni in imajo dovolj strokovnega znanja, da lahko aktivno sodelujejo v korporacijah.

Po drugi strani pa ne smemo pozabiti, da je v Sloveniji poleg bank veliko drugih institucionalnih investitorjev, ki so nastali kot produkt privatizacijskega procesa s tako imenovanimi privatizacijskimi certifikati in pozneje s privatizacijskimi delnicami. Zato ne moremo preprosto reči, da bi bil za Slovenijo primeren le eden (tržni) ali drugi (bančni) model.

Primerjava teoretičnih pristopov v upravljanju korporacij med Evropo in ZDA

Izkušnje iz ZDA, kjer obstaja 50 različnih korporacijskih zakonodaj, kažejo, da razlike med zakonodajami različnih zveznih držav ne pomenijo večje ovire pri gospodarski integraciji. V EU se je t. i. harmonizacija korporacijskega prava začela v zgodnjih sedemdesetih letih. V bistvu se je začela leta 1968, s sprejetjem prve direktive. Od takrat je bilo sprejetih še

⁵² Gilson 96: Upravljanje korporacij v Nemčiji je bančno usmerjeno. Univerzalne banke so hkrati posojilodajalci, delničarji, menedžerji investicijskih skladov, investicijski bančniki in člani nadzornega sveta. S tega stališča so institucionalne razlike, ki so nastale zaradi političnih in zgodovinskih okoliščin, ki v vsaki državi vplivajo na sistem upravljanja korporacij, zelo pomembne. Iz te analize sledi, da se bo tam, kjer gospodarska dejavnost zahteva od zaposlenih velike investicije (npr. začetni pogoj), sistem upravljanja korporacij premaknil v smer, katere rezultat so kompatibilne in kredibilne institucije. Japonski sistem upravljanja korporacij, predvsem glavna struktura bank, se je razvil med drugo svetovno vojno, ko so bila vsa podjetja, ki so izdelovala obrambno opremo (med vojno so bila to vsa večja podjetja), z ukazom vlade dodeljena glavnim bankam. Rezultat tega je bil posredniško obvladovan sistem, ki je nekaterim slojem delavcev zagotovil doživljenjsko zaposlitev in jih s tem spodbudil k investiranju v specifični človeški kapital.

enajst direktiv s področja korporacijskega prava in sedem na poročju zakonodaje o vrednostnih papirjih.⁵³

Razlike v zakonodaji upravljanja korporacij med državami članicami EU so precejšnje. Zaradi tega ni bilo mogoče sprejeti pete direktive o strukturi delniških družb brez omejitev pri prodaji delnic ter o pristojnostih in obveznostih njihovih organov (1983) in predloga uredbe sveta o statutu evropske družbe (1989). EU danes zaradi mnogih razlik med zakonodajami držav članic nima enotne zakonodaje upravljanja korporacij.

To je eden od razlogov, zakaj v državi s statusom pridružene članice, kot je Slovenija, potekajo razprave o tem, katera zakonodaja bi bila zanj najbolj primerna glede na nacionalne in globalne izkušnje in je ne bi bilo treba usklajevati z neobstoječimi in neprimernimi koncepti. Vprašati se je treba tudi, ali obstajajo ovire in omejitve, zaradi katerih je ne bi bilo mogoče uvesti.

Glavne razlike so v obliki korporacijskih organov in v strukturi upravljanja korporacij.⁵⁴ Za nemški AG (*Aktiengesellschaft*) je značilna dvotirna uprava. Sestavljajo jo izvršilni odbor ali uprava (*Vorstand*, v angleškem prevodu *management board* ali *executive board*) in nadzorni svet (*Aufsichtsrat*). Uprava na lastno odgovornost upravlja in predstavlja podjetje.

Za organizacijo upravljanja francoske S. A. (*Société anonyme*) sta mogoča dva sistema: eno- ali dvotirna uprava. Ustanovitveni akt določa, kateri sistem bo obveljal. Mogoča je tudi sprememba iz enega v drug sistem. Trenutno v večini francoskih S. A. velja enotirni sistem, znan tudi kot klasični sistem.

ZDA in Velika Britanija nikdar nista poznali dvotirnega sistema, nadzorni svet pa nikdar ni bil del njune zakonodaje. Direktorski odbor je izvoljen, odgovoren pa je skupštini delničarjev.⁵⁵ To seveda ne pomeni,

⁵³ Doslej se je harmonizacija pokazala kot uspešna na naslednjih področjih:

- izdajanje podatkov in dokumentov o zasebnih in javnih podjetjih in z deležem omejenih partnerstvih (prva, četrt, sedma in enajsta direktiva), kot tudi letna poročila o podruţnicah neevropskih bank in drugih finančnih institucij;
- pravna veljavnost in ničnost poslov sklenjenih od istih oseb;
- letna poročila o enakih osebah;
- zaš ta kapitala javnih podjetij (druga direktiva);
- združitve in delitve javnih podjetij znotraj ene države članice (tretja in  esta direktiva).

⁵⁴ Mark J. Roe, *Corporate Governance: German Codetermination and German Securities Market*, + 5 Colum, J. Eur. L. 199: V Nemčiji ni dobrega trga vrednostnih papirjev. ...Ali kot drugo, ta ugotovitev nam morda lahko pove, od kod izvira nemška sodna dvorana; ali je glas delničarja prek neposrednega lastništva bank in njihovo kontrolo glasovanja lahko sprožil nastanek nove zakonodaje, ki bi omogočila, da bi se glas zaposlenih v podjetju bolje slihal? Kadar sta na svojem mestu oba glasova, delničarjev in delavčev, ali je mogoče znižati enega ne da bi znižali  e drugega? In tretjič, to opaţanje bi bilo mogoče opaziti v ZDA ...

⁵⁵ V Evropi obstaja pomembna razlika med pravnimi oblikami podjetij, ki prevladujejo na trgu. Na Švedskem so vsa podjetja javna ali delničarske korporacije in no-

da se tam niso zavedali pomembnosti nadziranja in spremljanja dejavnosti menedžerjev. Razvitih je bilo kar nekaj zamisli, kako zaščititi delničarje, ne da bi ob tem vplivali na učinkovito upravljanje korporacij; recimo izvolitev zunanjega neodvisnega direktorja ali komiteja⁵⁶.

Nekateri avtorji trdijo, da ima ameriški korporacijski model po vsem svetu pomemben vpliv na teorijo in zakonodajo tega področja. Vpliva na način akademskega razmišljanja ter služi kot model, po katerem se širom po svetu, posebej pa na novonastajajočih trgih, oblikuje zakonodaja tega področja. Zato seveda vpliva tudi na razvoj neanglosaksonskega prava.⁵⁷

Ideja o ločitvi lastništva in kontrole je imela močan vpliv na razvoj upravljanja korporacij. Po tej teoriji se spodbude menedžmentu ne ujemajo vselej z interesi delničarjev, zaradi česar lahko pride do oportunitizma. Ena od nalog korporacijskega prava je torej institucionalizirano nadziranje interesov menedžerjev s strani delničarjev (včasih tudi drugih). Prvi nadzornik je direktorski odbor. Vendar pa je velikokrat treba nadzirati tudi nadzornike same. Zaradi tega odbor nadzirajo delničarji, posebno institucionalni investitorji.⁵⁸

Teorija korporacijskega prava celo trdi, da je temeljna naloga tega prava zagotoviti upravljanje institucij, ki bi omililo težave, nastale zaradi ločevanja lastništva in upravljanja v sodobnih korporacijah, saj se interesi menedžerjev, ki imajo v rokah sprejemanje odločitev v korporacijah, ne ujemajo vedno z interesi lastnikov korporacij.⁵⁹ Vendar ali je to dovolj za varovanje interesov manj močnih delničarjev? Kako rešiti ta problem? Z obveznimi predpisi, ki bi določali enakopravno ravnanje z vsemi delničarji v korporaciji, ali je nemara dovolj, da partnerji s pomočjo pogajanj sami odkrijejo rešitev?

Drugi del teorije trdi, da mora korporacijsko pravo delničarjem pomagati nadzirati in po potrebi umirjati menedžerje, če tržni kapitalizem

beno nima oblike zasebnega podjetja. Podobno je v Švici, kjer je več kot 170.000 javnih in okrog 10.000 zasebnih podjetij. V Franciji, Belgiji in Španiji imajo javna podjetja pomembno vlogo. Po drugi strani pa je v Nemčiji, Avstriji in na Nizozemskem število javnih podjetij v primerjavi z ogromnim številom zasebnih dokaj majhno.

⁵⁶ Gilson 96: V Nemčiji naj bi bilo upravljanje korporacij bančno usmerjeno: univerzalne banke so hkrati posojilodajalci, delničarji, menedžerji investicijskih skladov, vlagatelji in člani nadzornega odbora. Gledano s tega vidika so institucionalne razlike, ki so nastale zaradi političnih in zgodovinskih okoliščin in vplivajo na način upravljanja korporacij v posamezni državi, še kako pomembne. ... Iz tega sledi, da se bo tam, kjer produktivna dejavnost zahteva velike investicije zaposlenih, sistem upravljanja korporacij obrnil tako, da bodo rezultat kompatibilne in kredibilne upravljalne institucije.

⁵⁷ Gerard Hertig, *Corporate Governance in the United States as seen from Europe*, *Columbia Business Law Review*, Special Symposium Issue (1998).

⁵⁸ Hertig, 98.

⁵⁹ Roberta Romano, *Corporate Law and Corporate Governance*, *Industrial and Corporate Change*, Vol. 5, št. 2, (1996).

ločuje lastništvo delnic od nadzora menedžmenta. Delničar v delniški družbi oz. družbenik v družbi z omejeno odgovornostjo lahko te pravice uporablja za varovanje svojega lastniškega deleža ali za tekmovanje z drugimi delničarji oz. družbeniki. Težko pa si je predstavljati, da bi investitor z manjšim deležem v podjetju imel dovolj spodbude, da bi uporabil svoje pravice.⁶⁰

Sam se popolnoma strinjam s trditvijo, da je ločevanje upravljanja od lastništva⁶¹ značilnost velikih korporacij v javni lasti in ne manjših družb z omejeno odgovornostjo. To pomeni, da univerzalnih modelov upravljanja korporacij preprosto ni mogoče uporabiti v korporacijah različnih velikosti in oblik. Splošna, za vse veljavna (univerzalna) in obvezna pravila so zato manj primerna od pogodbenih pravnih razmerij, ki temeljijo na pogajanjih in poravnavi.

⁶⁰ James A. Fanto, *The Role of Corporate Law in French Corporate Governance*, Cornell International Law Journal, 31 (1998).

⁶¹ Rado Bohinc, Borut Bratina & Hilda Marija Pivka, *Pravo gospodarskih družb, FDV, Ljubljana (1998): Pojav ločevanja lastnine od upravljanja (separation of ownership from the control)* se še danes proučuje na metodoloških izhodiščih, ki sta jih v znameniti študiji iz leta 1932 postavila Berle in Means. Raziskave se sicer razlikujejo v različnih definiranju posameznih vplivnih dejavnikov na upravljanje, vendar se v osnovi uporablja naslednja razvrstitev vplivnih dejavnikov na upravljanje (types of control):

- **lastništvo**, ki predpostavlja, da korporacijo upravlja tisti, ki je hkrati njen lastnik, tako da so lastninska upravičenja in upravljaljska funkcija združeni v eni ali nekaj osebah, ali družini, pri čemer se kot kriterij lastniškega upravljanja šteje udeležba enega ali skupine, družine delničarjev z najmanj 80 % v delničarskem kapitalu oz. volilnih delnicah podjetja;
- **lastništvo večine volilnih delnic** (majority of voting stocks), kar pomeni dominantni vpliv na upravljanje na podlagi udeležbe s 50–80 % v delničarskem kapitalu oz. volilnih delnicah podjetja;
- **manjšinsko obvladovanje korporacije**, kar pomeni uresničevati prevladujoč vpliv na odločanje prek udeležbe od 20–50 % v volilnih delnicah delničarskega kapitala korporacije, pri čemer se pri vse večji razdrobljenosti delničarskega kapitala (diffusion of ownership), ki je v premem sorazmerju z velikostjo korporacije, ta številka vse bolj pomika navzdol, dandanes celo do 5 %;
- **obvladovanja upravljanja na različne zakonsko predvidene načine**, pri čemer se izpostavljajo predvsem tako imenovano piramidno obvladovanje korporacij, nevolilne delnice, delnice z nesorazmerno volilno pravico, volilni trusti itd., vse kot oblike obvladovanja upravljanja izven tradicionalno pojmovanega lastniškega (delničarskega) vpliva;
- **vodstveno upravljanje** (management control), s čimer razumemo prav to, kar je predmet proučevanja, namreč premestitev upravljaljskih upravičenj od lastnikov (delničarjev) na tiste, ki operativno vodijo poslovni proces, ki naj bi po osnovni zamisli korporacije le izvrševali voljo lastnikov. (Podatki so iz treh študij, in sicer: Berle in Means, *The Modern corporation and private property* iz leta 1932, ki se nanaša na podatke iz leta 1929 in 1930, študije *Management control and the large corporation*, Roberta J. Larnerja, ki se nanaša na podatke iz leta 1963, ter iz študije *Corporate control, corporate power*, ki se nanaša na obdobje leta 1974. Vse tri študije so empirične in zajemajo različne vzorce oz. števila podjetij, vendar je metodologija podobna, zato je možna primerljivost.)

Ali opustiti koncept o suverenosti delničarjev in uvesti delničarski aktivizem?

Sprva so delničarji na skupščinah delničarjev lahko odločali o vseh vprašanjih, tudi o upravljanju poslov. Direktorji so bili samo izvrševalci sklepov. Skupščina delničarjev je imela pravico vzpostaviti omejitve pri vodenju družbenih zadev, če se ji je to zdelo nujno. Direktorji so morali upoštevati vsako navodilo ali predlog v zvezi z vodenjem podjetja.

Koncept suverenosti skupščine delničarjev so v Evropi opustili najprej z nemškim *Aktiengesetzem* iz leta 1937, ki je temeljil na zadovoljevanju interesov podjetja kot takega. Interesi delničarjev so bili namreč podrejeni interesom podjetij, in to po 70. členu nemškega zakona iz leta 1937 (76. člen sedanjega zakona iz leta 1965 ne vsebuje več zadnjega odstavka tega določila). Danes je po 76. členu nemškega *Aktiengesetz*a (nAktG iz leta 1965) izvršilni odbor neposredno odgovoren za upravljanje korporacije.

Avstrijski *Aktiengesetz* (aAktG), ki temelji na nemškem (nAktG), je glede tega še posebno zanimiv. V prvem odstavku 70. člena aAktG je zapisano, da je uprava odgovorna za upravljanje podjetja, in to v interesu podjetja, upoštevajoč interese delničarjev, zaposlenih in tudi javnosti. Ker naj bo uprava čim bolj neodvisna od delničarjev, jo izvoli nadzorni svet (*Aufsichtsrat*) in ne skupščina delničarjev.

Podobno je tudi angleški zakon ločeval lastništvo od nadzora.⁶² Zakon o družbah (*Companies Act*) iz leta 1985 (ki mu je sledil zakon o družbah iz leta 1989) določa, da morajo direktorji v podjetjih upoštevati interese zaposlenih v podjetju kot tudi interese njihovih članov.

Izhodišče, da je skupščina delničarjev vrhovni organ podjetja in da je direktorski odbor tako rekoč zastopnik podjetja in s tem podrejen nadzoru podjetja in skupščine delničarjev, je veljalo skoraj do konca 19. stoletja, danes pa se ne upošteva več. V začetku 20. stoletja je postalo bolj ali manj jasno, da je ločevanje pristojnosti in odgovornosti med direktorskim odborom in podjetjem na skupščini delničarjev odvisno od oblike ustanovitvenega akta. Kadar je pristojnost po zakonu dodeljena odboru, skupščina delničarjev v to ne sme posegati.⁶³

Odtlej je bilo v glavnem sprejeto, da se skupščina delničarjev ne sme vmešavati v odločitve direktorjev, razen če slednji ravnajo v nasprotju z določili ustanovitvenega akta.⁶⁴

Moderno doktrino je Greer L. J. pojasnil takole: »Podjetje je slika svojih delničarjev in direktorjev. Nekatera pooblastila v njem so dodeljena

⁶² O tem govorita Berley in Means na začetku 20. stoletja v svoji znani knjigi *The Corporation and Private Property*.

⁶³ Clive M. Schmitthoff, *Principles of Company Law*, 24. izdaja, London (1997), str. 183.

⁶⁴ *Ibidem*, str. 184.

direktorjem, druga pa so morda v pristojnosti delničarjev in skupščine delničarjev. Če je pristojnost upravljanja dodeljena direktorjem, jo lahko sami izvajajo. Edini način, kako lahko delničarji nadzirajo izvajanje pooblastil, dodeljenih direktorjem, je z vpogledom v pogodbo ali tako, da direktorjev, s katerimi niso zadovoljni, ne izvolijo še enkrat. Sami sebi ne morejo dati pooblastil, ki po pogodbi pripadajo direktorjem, prav tako direktorji ne morejo svojih pristojnosti predajati skupščini delničarjev.«⁶⁵

Na videz se zdi nenavadno primerjati to zasnovo z zamislijo delničarskega aktivizma in izkušnjami, ki jih imajo na tem področju v ZDA. Delničarski aktivizem temelji na neposrednem (seveda neformalnem) vplivu delničarjev (v glavnem institucionalnih delničarjev) na sprejemanje menedžerskih odločitev. Idejo o delničarskem aktivizmu v zakonodaji ZDA ali Velike Britanije (nikakor pa Nemčije ali Slovenije) bi bilo mogoče realizirati prek sporazumov z delničarji, tako da bi spremenili ustanovitveni akt, ki določa pristojnosti direktorjev in hkrati omejuje pristojnosti direktorskega odbora.

Uporabnost ameriških pristopov za slovenske razmere

Če želimo postaviti teoretične temelje za odgovor na vprašanje, kateri model upravljanja korporacij bi bil najprimernejši za postprivatizacijsko Slovenijo, moramo upoštevati tudi to, da je pomemben dejavnik socialna odgovornost korporacije.⁶⁶ Razlog za to je različno razumevanje teorije, kaj korporacija je, ali oseba (institucija), ali pogodba, umetni subjekt *per se* ali pravno orodje brez lastnih interesov in ciljev. Od pogleda na to temeljno vprašanje je odvisen tudi pogled na vlogo in odgovornost korporacijskih organov. Ali služijo najprej ciljem korporacije (najsaj bodo povsem gospodarski ali pa bolj socialni) ali prednostno sledijo svojim individualnim interesom.

V teoriji obstaja več vidikov socialne odgovornosti korporacij. Eden

⁶⁵ Ibidem, str. 184.

⁶⁶ Lawrence A. Cunningham, Commonalities and Prescriptions in the Vertical Dimension of Global Corporate Governance Symposium: Corporate Social Responsibility: Paradigm or Paradox?, 84 Cornell L. Rev. 1133, (1999): Razprave o primerjavah med različnimi modeli upravljanja korporacij so spet oživilo vprašanje socialne odgovornosti korporacije: za čigave koristi korporacija sploh deluje? V glavnem prevladuje mnenje, da korporacije v ZDA in Veliki Britaniji delujejo v splošno korist delničarjev. ...Nemška zakonodaja jasno navaja, naj do direktorskih ugodnosti ne bodo upravičeni samo delničarji, vendar direktorjem prepoveduje ravnati v nasprotju z interesi delničarjev in velikokrat zahteva izvajanje v imenu vseh delničarjev. Ena glavnih razlik med ameriškim in nemškim modelom upravljanja korporacij je stopnja nagrajevanja. Zavrnitev predloga o naložbi, potem ko je izvršilni direktor že vložil vanj svoj osebni kapital, se obravnava kot zavrnitev direktorja, ki je predlog predstavil upravi. ...

izmed njih se nanaša na korporacije, katerih namen je zadovoljiti javni interes in ne stremeti po čimvečjem dobičku.⁶⁷ O socialni odgovornosti je treba govoriti predvsem v korporacijah, ki imajo ogromno gospodarsko moč in katerih odločitve ne zadevajo samo njih same, ampak vplivajo na celotno družbo. Zaradi tega je bilo predlaganih več načinov, kako ob sprejemanju strateških poslovnih odločitev upoštevati tudi socialni vidik, pri katerem naj ne sodelujejo samo delničarji.

Glavno teoretično vprašanje je, ali je korporacija oseba z lastnim namenom, interesom in cilji, katerim morajo organi po definiciji služiti, ali je samo sredstvo (papirnati tiger) pogodbe med delničarji, menedžerji in ostalimi za doseganje individualnih poslovnih ciljev.⁶⁸

Najpogostejši evropski pristop,⁶⁹ ki bi ga lahko imenovali »socialni pristop«, pojmuje direktorje kot sestavni del korporacijskega telesa, in ne kot samostojne in neodvisne zastopnike, ki jim velikokrat ni mogoče zaupati in jih je treba stalno nadzirati, saj bi sicer nepremišljeno ravnali z zaupanim jim denarjem. Socialni pristop se ne ukvarja z vprašanji zastopanja, ne teoretično in ne praktično. To pomanjkljivost si je mogoče razlagati z dejstvom, da bodo direktorji kar sami po sebi pošteno služili korporaciji.⁷⁰

⁶⁷ Gilson 96: V nekaterih deželah država s pomočjo korporacijskih oblik organizira državno vodene dejavnosti, javna podjetja (recimo komunala) ali mešana podjetja. V različnih evropskih državah, predvsem v Italiji in Franciji, imajo obliko korporacij tudi banke in pomembni industrijski sektorji. Francija v korporacijah pogosto vidi inštrument gospodarske politike. Kljub temu je treba vedeti, da je Evropo v zadnjih nekaj letih zajel močan val privatizacij in sprememb v obliki javnega sektorja.

⁶⁸ Cuningham 99: V ZDA in Veliki Britaniji korporacijo upravljata dve notranji skupini: menedžerji in delničarji. Delničarji so lastniki deleža, katerega vrednost se zvišuje in znižuje, pač glede na uspešnost podjetja. Skupino menedžerjev sestavljajo t. i. dnevni operaterji korporacije in tisti, ki njihove operacije nadzirajo. Glavni problem upravljanja korporacij v ZDA in Veliki Britaniji je ločevanje lastnine od kontrole, do katerega prihaja zaradi delitve na menedžerje in direktorje. S tem problemom se ukvarjata dva sklopa mehanizmov, nadzorni in izhodni, zaradi česar se včasih pojavlja problem stroškov. Nadzorni mehanizmi menedžerjem nalagajo obveznosti ali pa delničarjem omogočajo ukrepati proti menedžerjem. Izhodni mehanizmi pa vključujejo prost transfer lastniških interesov, ki delničarjem omogoča prodajo delnic in s tem prost izstop iz korporacije, čemur pravimo tudi Wall Street Rule.

⁶⁹ Cuningham 99: Model banka/delo je značilen za veliko modelov financiranja korporacij v državah kontinentalne Evrope. V nasprotju z delničarsko-tržnim modelom, kjer pride do fragmentiranja lastnine, je glavna lastnost modela banka/delo prav koncentracija lastnine.

⁷⁰ Gilson 96: Evropska zakonodaja in sodišča gledajo na z zakonom predpisane objekte korporacije podobno posplošeno. Celo Angleži so v toku prilagajanja svoje zakonodaje evropski opustili doktrino »ultra vires« (prva direktiva iz leta 1968, 6. člen). Ta sprememba zagotavlja korporacijam večjo stopnjo neodvisnosti. Če pogledamo določila mednarodnega zasebnega prava o pomenu nacionalnosti korporacije, pridemo do zanimivih ugotovitev med evropskimi narodi. Anglija in Švica

V ameriški teoriji je mogoče najti dva glavna teoretična pristopa k temu vprašanju. V skladu s spletno teorijo korporacij (pogodbeni model) podjetje ne deluje kot oseba, ampak kot skupek različnih elementov, od katerih vsak prispeva svoj del pri proizvajanju dobrin ali izvajanju storitev. Zaposleni prispevajo delovno silo. Upniki prispevajo dolžniški kapital. Delničarji prispevajo najprej lastniški kapital, pozneje tvegajo izgubo in nadzorujejo delo uprave. Podjetje pa je preprosto pravna fikcija, ki predstavlja niz zapletenih pogodbenih odnosov med vsemi tremi elementi. Z drugimi besedami, podjetje ni stvar, ampak je splet ali mreža eksplisitnih ali implicitnih pogodb, ki določajo pravice in obveznosti, ki jih imajo različni elementi znotraj podjetja drug do drugega.⁷¹

Rečeno je tudi, da model spleta pogodb pomembno vpliva na veliko področij korporacijskega prava. Najbolj očitna je ta vloga pri vprašanju resnične vloge uzakonjenih pravnih pravil. Spletna teorija zavrača mnenje, naj bo korporacija last delničarjev. Ker korporacija ni stvar ali predmet, ne more biti last nikogar, ne delničarjev ne koga drugega. Ker so delničarji le eden izmed elementov te mreže prostovoljnih sporazumov, lastništvo v spletni teoriji ne pomeni pomembnega koncepta. Vsakdo je lastnik enega elementa, lastnik celote pa ni nihče. Zatorej je korporacija zveza ljudi, ki jih povezuje kompleksna mreža pogodbenih odnosov. Pogodbeni model se torej ne naslanja na zastarelo materializiranje korporacije, ampak na pravnomočnost prostovoljnega sklepanja pogodb, ki velja v družbi svobodnega trga.⁷²

Državam, ki so pred kratkim zopet začele v gospodarstvo uvajati zasebno lastništvo, je v sklopu spletne teorije najteže razumeti, da korporacija ne more biti v lasti delničarjev ali koga drugega, ker korporacija ni stvar ali predmet, ki bi jo kdo lahko imel v lasti. Ali pa dejstvo, da odnose znotraj korporacije urejajo pogodbeni in ne zakonski predpisi, saj pogodbeni narava odnosov ne dopušča urejanja notranjih zadev z zakonsko določenimi predpisi. Statuti v korporacijah torej niso zakonsko, ampak bolj prostovoljno določena pravila.⁷³

Sam spletno teorijo razumem, če poenostavim, takole: korporacija je zakonska fikcija, ki predstavlja številna pogodbeni razmerja. Korporacija ni stvar, ampak skupnost eksplisitnih in implicitnih pogodbenih odno-

sta privzeli enako teorijo o inkorporaciji, kot jo imajo Združene države, Nemčija, Francija in druge države pa še vedno vztrajajo pri teoriji, da mora biti nacionalnost korporacije po zakonu kraj, kjer se sprejemajo odločitve.

⁷¹ Stephen M. Bainbridge, Profesor, UCLA School of Law, Law & Economics; *The Theory of the Firm* (1999).

⁷² S. M. Bainbridge 99.

⁷³ Hamilton 97 korporacijo definira kot tip pravne institucije ali proces, ki določa odnose med ljudmi. Omogoča (1) omejeno odgovornost za svoje lastnike, (2) stalen razvoj, ki se dogaja neodvisno od lastnikov, (3) vodstvo, ki ni nujno lastnik, in (4) prost transfer lastniških interesov. Vse te značilnosti pa je prek sporazumov med udeleženci mogoče tudi precej spremeniti.

sov, ki določajo pravice in dolžnosti vsem sestavnim elementom. Korporacija ni institucija, ampak podaljšek trga, mreža (niz ali sveženj) pogodb, sklenjenih med različnimi pogodbenimi partnerji, ki delujejo v korporaciji (delavci, storitve, surovine, dobavitelji kapitala in ne nazadnje menedžerji, ki zastopajo pogodbo in ne korporacije). Delničarji niso lastniki korporacij, ampak pogodbeni dobavitelji kapitala. Korporacija se ne obravnava kot institucija ali umetna tvorba, ampak kot niz pogodbenih odnosov.

Ob tem se poraja kar nekaj vprašanj:

Ali delničar zares vzpostavi (vsaj implicitno) pogodbeno razmerje s korporacijo, katere delnice kupuje tako, da sklene pogodbo z borznoposredniško hišo? Odgovor je seveda ne!

Ali se delničar sploh lahko pogaja o svojem pogodbenem položaju v korporaciji ali se mora podrediti odločitvi, ki je bila sprejeta, še preden je postal njen delničar?

Ali morda znotraj korporacije ne obstajajo tudi odnosi, ki niso pogodbeni in so odvisni od posameznikove volje ter omogočajo pogajanja (recimo omejene odgovornosti delničarja ali raje neomejene odgovornosti korporacije z vsem premoženjem, ki ga ima)?

Ali je v modernem poslovnem svetu, ki dopušča dokajšnjo svobodo pri oblikovanju notranjih pravil, realno pričakovati, da zakonsko določena pravila o notranjih odnosih v korporaciji, posebej na področju zakonodaje o vrednostnih papirjih, niso potrebna?

Ali spadajo sklenjene pogodbe v sklop t. i. posebnega korporacijskega prava ali gre za navadne komercialne pogodbe v sklopu korporacijskega ali obligacijskega prava (nem.: *obligationsrechts*, fr.: *loi de obligations*) ali pa je besedo pogodba treba razumeti v širšem in ne strogo pravnem smislu?⁷⁴

Po našem mnenju je teorija o spletu pogodb zelo liberalna in individualistična, kar je njena prednost, toda ali omogoča več ali manj varstva za upnike in delničarje? Morda bolj kot zgled ali vzorec pomeni teoretični temelj korenitih zakonskih reform, ki so neobhodne za izdelavo povsem spremenjenega normativnega modela. Na vprašanje, ali se ta model ujema s človeškim vedenjem in njegovimi pričakovanji, naj odgovorijo strokovnjaki z drugih področij, na primer ekonomije, sociologije, psihologije, oz. tisti, ki se bodo znašli v vlogi delničarjev, upnikov, menedžerjev itd.⁷⁵

⁷⁴ Po Hamiltonu 97 je gospodarstvenikov koncept »pogodbe« drugačen od pravne definicije, ker vključuje tudi nespornostne racionalne ekonomske odnose.

⁷⁵ Cuningham 99: Naraščanje števila prekomejnih poslov pospešuje združevanje načel korporacijskega upravljanja po vsem svetu. Kljub temu da med različnimi državami obstajajo precejšnje kulturne, pravne in poslovne razlike, te ne preprečujejo nastajanja poslovnih kombinacij med podjetji, organiziranimi v različnih državah. Te kombinacije omogočajo harmonijo upravljanja in hkrati na videz poglobljajo združevanje. Poslovna zaveznitva med državami zunaj meja vodijo v

LASTNIŠKA STRUKTURA IN UPRAVLJANJE KORPORACIJ, DELNIČARSKI AKTIVIZEM

Struktura lastništva v ZDA

Gospodarstvo v javni lasti v ZDA je, v nasprotju s Slovenijo, po obsegu zanemarljivo majhno in ne daje nobenih privilegijev oz. je po pravicah popolnoma izenačeno z zasebnim. Državo kot delničarja veže enaka dolžnost lojalnosti do podjetja kot ostale delničarje in upravo, tako da je prav lahko tožena stranka za škodljivo izsiljevanje poslovnih odločitev v vlogi premočnega delničarja ali za zlorabo svoje regulatorne pristojnosti na škodo drugih delničarjev. V Sloveniji je institut delničarjeve odgovornosti skorajda neznan, kar pa ne velja za ostalo Evropo, npr. Nemčijo ali Avstrijo, kjer jo poznajo pod izrazom *treupflicht*.

Institucionalni delničarji (skladi, fundacije, trusti) v ZDA niso državno ali strankarsko obvladovani – v Sloveniji so. Njihovo število je ogromno in večina je zasebnih, z relativno majhnimi deleži v posamezni korporaciji (2–3 %), vendar v seštevku veliko (50 in več %). Trg kapitala v ZDA ni monopoliziran od institucionalnih lastnikov, ampak konkurenčen; delničarska lastnina je razpršena in ne ustvarjajo se veliki kontrolni bloki, tako kot v Sloveniji in marsikje v Evropi. Regulacija (davčna in trga kapitala) ustvarja konkurenco med institucionalnimi delničarji in preprečuje monopole in kartelno povezovanje delničarjev na račun zunanjih delničarjev.

Tako npr. davčnega predpisa, po katerem dobiček iz prodaje delnic v obdobju, krajšem od 6 mesecev, pripada družbi in ne delničarjem, v Sloveniji nimamo. Zelo strogi so predpisi o popolnem razkritju ter prepovedi notranjega trgovanja, ki veljajo tudi za morebitne pritiske institucionalnih delničarjev na direktorske odbore zaradi svojih interesov. V nasprotju s Slovenijo, kjer smo tovrstne predpise sprejeli šele v zadnjem času in ni niti sodne niti poslovne prakse in etike, je ameriška sodna praksa na tem področju zelo bogata in stroga. To zmanjšuje t. i. delničarski aktivizem, ki je vse bolj značilen za koncentrirano delničarstvo v sodobni Evropi (Avstrija, Nemčija, Francija; Belgija) in tudi vse bolj za Slovenijo.

Za razliko od Slovenije, pa tudi od večine drugih držav celinske Evrope, ima v ZDA pet največjih lastnikov skupaj redkokdaj v lasti več kot 5 % največjih ameriških podjetij. V precej državah je srednji najvišji glasovalni delež na borzo uvrščenih podjetjih večji od 50. V nobeni evropski državi največji delničar nima deleža, manjšega od 5 %. V ZDA ima več kot polovica podjetij največjega delničarja, ki ima delež manjši od 5 %, v Nemčiji in Avstriji pa takih podjetij praktično ni.⁷⁶

nastajanje novega globalnega modela korporacijskega upravljanja, ki bo s pomočjo sedanjih sredstev ustvaril nov korporacijski red v svetu.

Prvih 25 investorjev v povprečju izglasuje 16 % delnic največjih 25 ameriških korporacij. Koncentracijski trendi v ZDA so v začetku devetdesetih začeli upadati in ZDA se ne more primerjati z Japonsko, kjer pet bank izglasuje 20 % delnic, ali z Nemčijo, kjer tri banke izglasujejo 40%.⁷⁷

Institucijski delničarji, kot je California Public Employees Retirement System (CalPERS), so sicer dosegli pomembne zmage nad na videz zelo trdnimi upravami. Imeli so pomembno vlogo pri odstranjevanju bivšega direktorja IBM-a in General Motorsa. Da bi povečali premoženje v vrednostnih papirjih, so se ti investitorji začeli pojavljati tudi v Evropi, kjer pa ne prihajajo v konflikt samo z menedžerji, ampak z glasovalnimi bloki evropskih delničarjev in celotnim evropskim sistemom trga kapitala.⁷⁸

Struktura lastništva v EU in v Sloveniji

Najnovejše raziskave strukture lastništva v EU kažejo nenavadno visoko stopnjo koncentracije glasovalne moči, ki jo imajo delničarji v celinski Evropi v primerjavi z ZDA in Veliko Britanijo.⁷⁹ Enako je mogoče trditi za Slovenijo, kjer obvladujoči blok sestavljajo v glavnem institucionalni delničarji.

Zelo visoka koncentracija neposrednega lastništva, precejšnji delež korporacijskega lastništva, nesorazmerno velika vloga države in bančnega sektorja pri upravljanju korporacij, tesna povezava med političnimi institucijami in združenji v vlogi lastnika dajejo vladi v Avstriji še več vpliva na korporacijski sektor. Zelo koncentrirana kontrola in malo neposrednih delničarjev na podjetje (približno 5, največji delež je 45 %, pri 60 % podjetij znaša vsota treh največjih deležev več kot 55 %) je v Belgiji. V Nemčiji je kontrola visoko koncentrirana prek bank, ki so ne le pomembni delničarji, ampak tudi uresničujejo glasovalno pravico za razpršene delničarje. V Franciji je koncentracija lastništva zelo visoka, tako na borzo uvrščenih kot neuvrščenih podjetij (prvi lastnik neuvrščenega podjetja ima npr. kar 66 % kapitala).

V Sloveniji v korporacijah prevladuje in se širi struktura institucionalnega lastništva. Institucionalni delničarji, ki so večinoma pod nadzorom države, torej politike in vladajočih strank (kar ni primer v ZDA in tudi ne

⁷⁶ Marco Becht, Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure, European Corporate Governance Network, Executive Report Last Revised on 25 October, 1997.

⁷⁷ Mark J. Roe, Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance, Princeton University Press (1994): Posebnosti so največkrat veliki paketi v lasti Berkshire Hathaway.

⁷⁸ Ibidem.

⁷⁹ Marco Becht & Ailsa RoKell, Corporate Governance in Europe, Blockholdings in Europe: An international comparison, European Economic Review 43, 1049, 1056 (1999).

v večini držav Evrope), igrajo pomembno vlogo pri odločanju, in sicer tako, da s sporazumi ali s skupnim delovanjem oblikujejo institucionalni delničarski blok. Koncentrirano lastništvo in koncentrirana glasovalna pravica slabita položaj menedžerjev in krepita vpliv institucionalnih delničarjev. Obstaja manjše tveganje, da bi se menedžer zasebno okoristil, je pa večja nevarnost, da bili oškodovani zunanji delničarji. Predvsem pa koncentrirano lastništvo omogoča kontrolo politike nad gospodarstvom in omejuje konkurenco na trgu kapitala.

Kateri sistem upravljanja korporacij je najbolj primeren v državah z visoko koncentracijo lastništva?

Naj na kratko komentiramo strukturo lastništva z vidika, kateri sistem upravljanja korporacij je najbolj primeren v državah z visoko koncentracijo lastništva in glasovalne pravice, kot je to v večini obravnavanih držav celinske Evrope.

Kot je že bilo predstavljeno, koncentrirano lastništvo in koncentrirana volilna pravica slabita položaj menedžerjev in krepita vpliv imetnikov lastniških blokov. Obstaja sicer manjše tveganje, da bi se menedžer zasebno okoristil, je pa večja nevarnost, da bi bili oškodovani zunanji delničarji.

Ostajata tudi problem poseganja vplivnih imetnikov blokov v upravljanje korporacij in problem neodvisnega izvršilnega osebja (uprave). Teh težav ni mogoče rešiti tako, da uprava in delničarski blok preprosto skleneta sporazum in pustita ostalim (manjšinskim) delničarjem, da svoje probleme rešijo na sodišču.

Evropski model delničarskega aktivizma se nanaša na manjše delničarje, ki branijo svoje interese pred velikimi imetniki blokov. Gre torej bolj za razmerje med večinskimi in manjšinskimi delničarji. Cilj zakonodaje naj bi bil bolj kot zavarovati delničarje pred menedžerji zavarovati zunanje delničarje, da jih imetniki delničarskih blokov ne bi izrinili.

Pri ameriškem in angleškem aktivizmu pa šibkejši delničarji nadzirajo menedžerje in gre torej za razmerje med menedžmentom in razpršenimi delničarji.

Ti problemi se v ZDA in Evropi rešujejo na dva povsem različna načina. V ZDA je to enotirni direktorski odbor z večino neodvisnih direktorjev, ponekod v Evropi pa dvotirni sistem s posebnim nadzornim telesom. Slednji naj bo pooblaščen tudi za imenovanje in nadzor uprave, odgovoren korporaciji in neodvisen od delničarjev.

V Sloveniji se glede na opisano postprivatizacijsko lastninsko strukturo (močni bloki institucionalnih delničarjev in šibki ter neorganizirani razpršeni delničarji) pojavlja tako problem neodvisne uprave kot tudi problem zatiranja manjšinskih delničarjev. Uveljavitev enotirnega sistema upravljanja, torej odprava nadzornega sveta, bi stvari v danih razme-

rah kvečjemu poslabšala, nikakor pa ne izboljšala. Bolj kot na strukturo organov je treba vplivati na trg kapitala, ki mora postati konkurenčen, brez obvladujočega položaja institucionalnih delničarjev. To je mogoče doseči le z davčnimi spodbudami in takšno ureditvijo prometa z vrednostnimi papirji, ki bo spodbujala razpršeno lastništvo ter obrnila sedanj proces koncentracije lastništva in zmanjševanja deleža razpršenega lastništva.

AMERIŠKI DIREKTORSKI ODBOR IN NEMŠKI NADZORNI SVET, RAZLIKE IN SORODNOSTI

Primerjalnoteoretični vidiki korporacije

Temeljno vprašanje pri tem je navzkrižje interesov v gospodarski družbi, in sicer med menedžmentom in delničarji na eni strani, med večinskimi in manjšinskimi delničarji na drugi strani ter med družbo in delničarji oz. natančneje, med družbenim podjetjem in delničarji na tretji strani. Sem sodi še nasprotje interesov med delničarji in zaposlenimi oz. interesom podjetja, ki ga predstavlja menedžment, in zaposlenimi.

Pri tem se kot odločilno zastavlja vprašanje, v kolikšni meri naj zakon, torej prisilna norma korporacijskega prava, ureja tovrstna razmerja, oz. vprašanje, ali naj bodo razmere znotraj korporacije predmet avtonomnega urejanja in torej v sferi pogodbenega, dispozitivnega in ne korporacijskega, torej bolj ali manj kogentnega prava.

Pri tem se v ZDA v zadnjem času krepi predvsem t. i. teorija korporacije kot pogodbenega neksusa, ki izhaja iz prepričanja, da so notranja korporacijska razmerja povsem predmet pogodbene svobode, ki naj jih nosilci različnih interesov urejajo z avtonomnimi, torej dispozitivnimi pogodbenimi normami. Korporacija po tej teoriji ni entiteta, torej umetna tvorba, ki mu pravo podeli subjektiviteto, ampak splet pogodbenih razmerij, ki jih po načelih pogodbene svobode vzpostavljajo delničarji, direktorji, upniki, zaposleni in drugi kot pogodbene stranke.

Kot je znano, se modeli korporacijskega upravljanja v različnih pravnih ureditvah močno razlikujejo; od tod velik pomen komparativnega korporacijskega prava, ki mora biti sposobno primerjati lokalna gospodarska in socialna okolja oz. stopnjo razvitosti produkcijskih sil in razmerij ter s tem povezane značilnosti in vplive na vsakokratno korporacijsko ureditev. Za države v tranziciji je pri tem še posebnega pomena stopnja razvitosti pravne civilizacije kot skupka pravnih standardov in instrumentov ter nasploh pravne kulture zasebnolastninske družbene ureditve. Dodatno je pri tem treba upoštevati dosežene konvencije v poslovnih, pa tudi v politični etiki.

Ključna za primerljivost modelov korporacijskega upravljanja z vidika

njihove optimalne vpetosti v družbeni prostor je vsakokratna lastninska struktura gospodarstva oz. razmerje med javnimi in zasebnimi ter institucionalnimi ter med razpršenimi delničarji ter seveda s to okoliščino povezana stopnja razvitosti ter razvejanosti trga kapitala. Za države na prehodu, kamor sodi Slovenija, tudi glede tega vprašanja veljajo posebnosti, ki se kažejo predvsem v pomanjkljivih izkušnjah, skromnem vedenju in znanju ter šibkem zaupanju javnosti v delovanje institucij kapitalskega trga.

Od tod velikanski pomen in vseobsežnost korporacijskega upravljanja kot sistema razmerij in odgovornosti pri upravljanju korporacij, ki naj kar najbolj prispeva k večji učinkovitosti in odgovornosti javnih gospodarskih družb. Uspešnega korporacijskega upravljanja ni možno kar predpisati oz. uzakoniti s korporacijsko zakonodajo. Pomembno je oblikovati načela, ki se bodo v praksi potrjevala kot temeljno vodilo ravnanja vseh udeleženih, od menedžmenta do delničarjev. Zato je toliko pomembneje, da se z vprašanji korporacijskega upravljanja ukvarjata stroka in praksa, da oblikujeta priporočila in ne zgolj, da prepuščata to vprašanje politiki in zakonodaji.

Gre za kar najučinkovitejši odgovor na vprašanje, kdo obvladuje, torej vodi in nadzira gospodarske družbe. Ali so to delničarji, seveda večinski prek svojega vpliva na menedžment, ali je to politika prek svojega vpliva na nadzorne svete, ali pa avtonomna, profesionalna podkovana uprava? Bistveno je izoblikovati načelo, da je temeljna odgovornost uprave ohranjanje oz. povečevanje vrednosti delničarske naložbe, torej vloženega kapitala. Vsi procesi in razmerja v zvezi s korporacijskim upravljanjem morajo slediti temu temeljnemu vrednostnemu merilu, to pa seveda izključuje tako prevlado interesov posamičnega delničarja kot tudi večine nad manjšino, še posebej torej interesov politike nad kapitalom.

Takšen pristop podpira dodatno razsežnost, namreč razlikovanje med delničarji in nosilci drugih interesov ter med kratkoročnimi in dolgoročnimi interesi delničarjev (*share holders versus stakeholders*).

Poleg navedenih bolj ali manj izrazitih razlik je temeljno razlikovanje v razmerju med menedžmentom in korporacijo ameriškega prava ter med upravo in gospodarsko družbo v evropskih kontinentalnih pravnih redih, vključno s slovenskim. To vprašanje posega v še bolj temeljno vprašanje, namreč o pravni naravi korporacije, torej ali je ta sploh institucija, kot to priznava tradicionalna teorija in kot je to večinsko stališče, sprejeto v Evropi, ali pa je korporacija splet pogodbenih razmerij in ne entiteta s samostojnim interesom, kot to razlaga precejšnja večina ameriške teorije.

Naslednje vprašanje se povezuje tudi s tem, v kolikšni meri se za razmerja v korporaciji sploh oblikuje samostojna pravna veja, korporacijsko pravo, ki se je razvilo iz pojmovanja korporacije kot institucije, kar terja samostojno pravno ureditev tudi s kogentnimi določbami, ali pa zadošča pogodbeno pravo tudi za vsa notranja korporacijska razmerja (med menedžmentom in korporacijo, med zaposlenimi in menedžmentom, med

menedžmentom in tretjimi, itd.), saj po tem stališču korporacija ni entiteta, za katero bi moralo veljati drugačno od splošnega obligacijskega oz. pogodbenega prava.

Na to se navezuje tudi vprašanje, ali je menedžment korporacije ameriškega prava sploh njen organ, tako kot nesporno velja v tradicionalnem evropskem pojmovanju, ko mora uprava kot organ delniške družbe delovati v njeno dobro, sicer pa samostojno in na lastno odgovornost. V teoriji korporacije kot spleta pogodbenih razmerij direktor ni organ korporacije, ampak zgolj pogodbeni partner investitorja, s katerim zasnuje zastopniško fiduciarno razmerje vodenja poslov v najboljšem interesu oz. za koristi delničarjev. Gre torej za pogodbeno agencijsko razmerje in ne za korporacijsko razmerje organa in pravne osebe.

Glavne razlike in podobnosti sestave direktorskega odbora

Struktura korporacij z dvotirnim sistemom temelji na porazdelitvi pooblastil med skupščino delničarjev in nadzornim odborom.⁸⁰ Gre za natančno določena področja odgovornosti. Skupščina delničarjev odloča o vprašanih statusa, kapitala, večjih sprememb v podjetju, porazdeli dobiček ter imenuje nadzorni odbor in revizorje. Menedžerski odbor pa vodi posle, ki so v njegovi pristojnosti, ne more pa odločati o tekočih vsakodnevnih zadevah. Prav tako ne sme pravice do odločanja v poslovnih zadevah dodeljevati nadzornemu svetu ali skupščini delničarjev.

Obstaja pa precejšnja razlika med enotirnim konceptom upravljanja korporacij, kot ga poznajo ZDA in Velika Britanija, in dvotirnim konceptom, ki velja v Nemčiji, Avstriji, Franciji in Sloveniji.

Po angleškem zakonu o družbah je ustanovitveni akt tisti, ki direktorjem določa vodstvene naloge.⁸¹ Angleški direktorji imajo vsa pooblastila za opravljanje vsakodnevnih poslovnih obveznosti, ki jih določajo ustanovitveni akt in navodila delničarjev. Po angleškem zakonu imajo delničarji pravico dati direktorjem kakršnakoli navodila, ki jih predpišejo v posebnem sklepu. Delničarji direktorjem lahko dovolijo udejaniti določeno poslovno potezo. Navodila, ki jih delničarji dajo direktorskemu odboru, morajo biti opisana v posebnem sklepu.

⁸⁰ V evropskih odborih ne prevladuje dvotirni sistem. Večina evropskih zakonov o podjetjih ima enotno strukturo odbora, nekatere dopuščajo tudi dvotirni odbor. V nekaterih državah pa je dvotirni sistem obvezen. Naslednje evropske države imajo kot edino mogočo strukturo odbora enotirni sistem: Belgija (razen bank), Danska, Grčija, Irska, Luksemburg, Velika Britanija, Španija, Italija (mogoč tudi dvotirni sistem), Švedska in Švica. Naslednje evropske države pa so uvedle različne tipe dvotirnih sistemov: Nemčija, Avstrija, Nizozemska, Portugalska, Finska, Francija in seveda Slovenija.

⁸¹ Saleem Sheikh & William Rees, *Prospectus on Corporate Governance, Corporate Governance and Corporate Control*. Cavendish Publishing Limited, (1995), str. 19.

Po angleškem zakonu si delničarji lahko pridržujejo nekatera pooblastila, ki jim jih zagotavlja ustanovitveni akt. Sklepi, ki jih sprejmejo delničarji, lahko tudi spremenijo pooblastila, ki jih direktorjem daje ustanovitveni akt. Ti sklepi lahko njihova pooblastila povečajo, v primerjavi s tistimi, ki jih določa ustanovitveni akt. Odločitve delničarjev torej lahko preglasujejo pooblastila, ki jih direktorjem nalaga ustanovitveni akt.

Nedvomno gre za pomembno razliko med konceptoma, ki se ne kaže samo v dejstvu, da angleško pravo ne predpostavlja nadzornega odbora. Gre za pravni položaj upravnega odbora, ki ima v nemškem, avstrijskem in slovenskem pravu veliko več avtonomije in neodvisnosti od delničarjev. Zaradi tega prihaja do nujnih sprememb pri predpisih o odgovornosti direktorjev.

Razlike med načini upravljanja korporacij v ZDA in EU

Med načini upravljanja korporacij v ZDA in EU je kar nekaj pomembnih razlik. Med njimi so naslednje:

1. Predlagana zakonodaja v EU predpisuje dve telesi (administrativni in nadzorni organ), kar je obvezno v Nemčiji (izvršilni in nadzorni odbor) in možno v Franciji (*Conseil d'administrative in Conseil d'surveillance*), ameriška pa samo eno (direktorski odbor). Zaradi tega je evropska zakonodaja bolj institucionalna, omejevalna in toga v smislu omejitev, ki jih morajo upoštevati partnerji znotraj korporacije. Razlogi za to so delno zgodovinski, delno pa ležijo v institucionalnem lastništvu in finančnem sistemu, v katerem prevladujejo banke.

Še vedno se poraja vprašanje, ali obstaja direktna povezava med specifičnim načinom upravljanja korporacij in učinkovitostjo evropskega gospodarstva. Ne smemo pozabiti, da je obvezni dvotirni sistem uvedlo le malo evropskih držav.

Če pogledamo različne strukture lastništva in razmišljanje delničarjev, bi bilo za prihodnje upravljanje korporacij v Sloveniji koristno, če bi bila dovoljena večja fleksibilnost, da bi se partnerji med seboj lahko sami dogovorili, ali želijo eno- ali dvotirni odbor. Isti obvezni predpisi drugače vplivajo na majhno podjetje z enim ali dvema delničarjema kot na podjetje z več kot tisoč delničarji in zaposlenimi. Poleg tega je videti, da enotna pravila, ki ne razlikujejo med velikostjo in lastniško strukturo korporacije, ne dosegajo svojega cilja. Razlike med korporacijami v smislu institucionalnega, internega in omejenega nadzora so namreč velike in zahtevajo temeljit premislek, tako delničarjev kot menedžerjev.

Obstaja pa tudi poseben primer, ki ga je treba upoštevati in se nanaša na korporacije v javni lasti (v lasti države ali občine), v katerih obstaja nevarnost vmešavanja politike v vsakdanja poslovna in kadrovska vprašanja. V takšnih primerih bi bil dobrodošel nadzorni odbor, ki bi ga sestavljali neodvisni strokovnjaki.

2. V nobeni izmed analiziranih evropskih držav ni mogoče, tako kot v ZDA, z delničarskim sporazumom razrešiti direktorskega odbora ali omejiti njegovih pooblastil. To kaže na pomemben element pogodbene svobode v nasprotju z institucionaliziranimi obveznimi predpisi v korporacijski zakonodaji ZDA – za zdaj sicer samo v družbah z omejeno odgovornostjo, kar je mogoče primerjati z bolj fleksibilnimi predpisi o upravljanju korporacij v Nemčiji (GMBH).

Takšen pristop si je v evropskem (posebno nemškem) kontekstu težko predstavljati, ker je položaj odbora v odnosu do delničarjev avtonomen. Treba je poudariti, da načelo, po katerem korporacijo upravlja upravni odbor (po 246. členu zakona o podjetjih), in to v korist podjetja, neodvisno in v skladu z lastno odgovornostjo, velja samo za delničarsko korporacijo (javno podjetje v Veliki Britaniji, družba z omejeno odgovornostjo v ZDA ali GBMH v Nemčiji). Vendar pa noben sporazum med delničarji v nobeni evropski zakonodaji ne more kar odpraviti direktorjev. Vsaka korporacija mora imeti direktorja ali vsaj poslovnega menedžerja (*Geschftfuerer*), sicer ji sodišče ne izda potrdila o registraciji.

Vseeno bi bilo pametno razmisliti o uveljavitvi pogodbenih namesto obveznih predpisov, de lege ferenda (v prihodnji slovenski korporacijski zakonodaji), da zakon na primer institucionalnih delničarjev, ki imajo absolutno kontrolo in de facto upravljaajo korporacijo, ne bi omejeval pri sklepanju uradnih sporazumov in razrešitvi direktorskega odbora ali omejitvi njegove pristojnosti (kot določa MBCA, 1984, odst. 7.32, a 1).

3. Ena izmed najpomembnejših razlik je dejstvo, da predlagana zakonodaja EU (predlagana peta direktiva in predlagani statut evropskega podjetja) govori o obvezni prisotnosti zaposlenih v nadzornem in upravnem (izvršilnem) odboru, recimo v Nemčiji,⁸² do določene mere v Franciji in obveznem finančnem sodelovanju zaposlenih pri dobičku v Franciji, po drugi strani pa v ZDA takšnih predpisov ni.

To ne pomeni, da ameriško korporacijsko pravo prepoveduje sodelovanje zaposlenih. Vendar ga prepušča dogovoru med partnerji v korporaciji v skladu z načeli pogodbene svobode. Tudi zaradi tega je ameriški sistem korporacijskega prava bolj fleksibilen in liberalen in ne zgolj administrativen, ki bi uvajal neke splošne zamisli, ne glede na to, ali so primerne ali ne.

V Sloveniji prevladuje dvotirni sistem, v skladu s predpisi, ki določajo, v katerih korporacijah je nadzorni odbor obvezen. Pri tem gre za pomembno razliko med nemško in avstrijsko AG, kjer je nadzorni odbor vselej obvezen.

V prihodnje bi kazalo razmisliti, da bi se takšni odnosi urejali s pomočjo dogovorov med upravo in predstavniki zaposlenih prek pogodbe in brez vnaprej danih vzorcev. Vendar pa je glede na poznavanje social-

⁸² Isto velja za Avstrijo in na primer za Slovenijo.

nega ravnotežja med partnerji težko pričakovati, da bi takšen predlog podprla zadostna večina.

Treba je spremeniti zakonodajo tako, da bi bilo določeno maksimalno število predstavnikov zaposlenih, kot predlaga evropska direktiva, in ne minimalno število, kot velja sedaj.

Glavne razlike in podobnosti v razdeljevanju pooblastil in nalog ter možen slovenski pristop

Ameriško korporacijsko pravo dovoljuje prenos pooblastil direktorskega odbora na uradnike, komiteje itd., dokler ima odbor zadnjo besedo pri upravljanju. Kakšni pa so odnosi med odborom in upravo, je odvisno od sestave odbora, glede na obstoj oziroma število zunanjih direktorjev v posamezni korporaciji.

Na kratko so glavne razlike med ameriškim in nemškim modelom naslednje:

1. Ameriški direktorski odbor ima v nasprotju z nemškim nadzornim odborom popolno oblast pri vodenju poslov ali izvajanju pravnih transakcij, razen če pooblastil ne prenese na predstavnike, kar se navadno zgodi. Nemški nadzorni odbor ne sme sklepati poslov, tega mu ne omogoča niti ustanovitveni akt.

2. Po prenosu oblasti na glavnega izvršilnega uslužbenca je de facto položaj ameriškega odbora dokaj podoben položaju nemškega nadzornega odbora (v glavnem nadzoruje delo vodij), položaj nemškega upravnega odbora pa skorajda tak kot položaj glavnega izvršilnega uslužbenca v ZDA.

3. De jure razlika pa je precejšnja: ameriškemu odboru zakon dovoljuje sklepati posle, nemški nadzorni odbor pa takšne pravice nima. Tako je ameriški odbor odgovoren za celotno poslovanje, nemški pa samo za učinkovit nadzor.

Vprašanje, kateri sistem je bolj primeren za Slovenijo kot državo v tranziciji s posebno strukturo lastništva, presega pravno analizo. Odgovor je v gospodarski uspešnosti. Dejstvo pa je, da postaja ameriški direktorski odbor vedno bolj nadzorni organ (vsaj v velikih korporacijah), ki predstavlja zunanje in neodvisne člane in vse več funkcij prenaša na ostale komiteje. Nemški nadzorni odbor pa poleg nadzorne funkcije utrjuje svojo strateško vlogo v nemški korporaciji.

Zunanje in notranje direktorje v ZDA je mogoče primerjati z običajnimi in službenimi direktorji v Veliki Britaniji. Običajni direktorji se redko udeležujejo sestankov odbora, službeni, ki so pogodbeno zavezani, pa podjetju namenjajo ves svoj čas in opravljajo tekoče posle, ali pa za to pooblastijo koga drugega izmed svojih.

Ta koncept je mogoče primerjati tudi z enotirnim sistemom v Franciji, kjer ima predsednik odbora vlogo glavnega izvrševalca, ki je odgovoren

za tekoče vodenje podjetja. Ker so predsedniku zaupana skoraj vsa pooblastila za vodenje poslov, so sestanki odbora dokaj redki. Ostali direktorji pa se v glavnem ukvarjajo z dolgoročno politiko in nadzorom podjetja.

Ameriški zunanji direktorji, angleški običajni⁸³ in francoski člani odbora so v dokaj podobnem položaju in morajo nadzirati predsednika in izvršilne direktorje. Predsednik pa je v vseh sistemih v podobnem položaju kot predsednik odbora, ki nadzira njegovo vodenje in celo predseduje njegovim nadzornikom.⁸⁴

Treba je natančno razlikovati med nalogami odbora, ki jih opravlja izvršilni odbor, in z zakonom odrejenimi nalogami, ki jih imata na primer nemški *vorstand* (upravni odbor) ali francoski *conseil d'administrative*; obe izvršilni telesi, ki ju v dvotirnem sistemu nadzira nadzorni odbor. V nemškem primeru ne moremo govoriti o prenosu nalog z nadzornega na upravni odbor, saj ta dva organa drug drugemu ne dajeta nalog, kot je to mogoče trditi za odnos med direktorskim odborom in izvršilnim (ali katerim drugim) komitejem. Pravni položaj upravnega odbora je neodvisen od nadzornega odbora in lahko ukrepa brez dovoljenja slednjega. V izvršilnih in drugih komitejih v ZDA ni tako.

Upravni odbor nemške korporacije ni v ničemer podoben ameriškemu direktorskemu odboru, vendar prav tako vodi posle v podjetju. V pravnem smislu sta si bolj podobna nemški nadzorni odbor in ameriški direktorski odbor kot pa slednji in nemški upravni (izvršilni) odbor. Zelo malo skupnega imata tudi nemški upravni odbor in ameriški izvršilni komite. Obstajajo razlike glede fiduciarnih obveznosti, vendar bomo o njih govorili posebej.

Spet smo pri načelu pogodbene svobode in urejanju odnosov med upravo in investitorji kapitala. Naj se sami odločijo, kako organizirana korporacija je zanje najbolj primerna, saj bodo tveganje svoje odločitve nosili izključno oni.

Angleški zakoni pogosto določajo, da član, ki ima v lasti 51 % volilnih delnic, izvoli vse člane odbora. Zakon o korporacijah ne zahteva kumulativnega glasovanja kot v nekaterih državah v ZDA, kar delničarju omogoča, da je v odboru zastopan glede na svoj delež.

⁸³ Glede na končno poročilo Komiteja za upravljanje korporacij (predseduje mu sir Ronald Hampel po priporočilih Cradburyjevega in Greenburyjevega komiteja) mora biti število izvršilnih in neizvršilnih (tudi neodvisnih) direktorjev v odboru tako, da se ne more zgoditi, da bi posameznik ali manjša skupina posameznikov lahko prevladala pri sprejemanju odločitev. (CGP, 2, III)

⁸⁴ B. Grossfeld, *Management and Control of Marketable Share Company*, International Encyclopedia of Company Law, Business and Private Organizations, Conrad edition, (1973). Zaradi te kritike so se tudi v Franciji navdušili za dvotirni sistem, ki pa se danes uporablja zelo redko.

Člani nadzornega sveta niso zastopniki korporacije

Nemški nadzorni svet je mogoče primerjati z ameriškim direktorskim odborom, ne pa tudi uprave. Drugače kot v Ameriki v Nemčiji člani nadzornega sveta ne morejo zastopati korporacije in v njenem imenu sklepati poslov, ki bi zavezovali bodisi korporacijo bodisi delničarje. Njihova pooblastila so omejena na nadziranje uprave, imenovanje in odpoklic članov upravnega odbora in določanje njihovih honorarjev. Upoštevata se tudi njihovo mnenje in soglasje glede nekaterih odločitev, ki jih sprejme uprava glede na ustanovitveni akt.

Nadzorni svet je tipičen nadzorni organ, vendar je hkrati več kot to: ščiti interese delničarjev, po načelu enakega ravnanja z vsemi delničarji. Njegova naloga je uskladiti interese vseh delničarjev, kar je tudi v interesu korporacije. Obstajajo pa pomembne razlike med obema organoma, zaradi katerih so nekatere ameriške teorije, posebno teorija zastopniških stroškov, v nemškem sistemu neuporabne in obratno.

Teorija zastopniških stroškov, ki v isto vrsto postavlja člane odbora in interese delničarjev ob predvidevanju konflikta interesov, je »*aberatio ic-tus*«⁸⁵ glede na to, da članom nadzornega odbora ni treba sklepati nobenih poslov ali transakcij v imenu korporacije. Kako bi torej lahko zlorabili svoj položaj in ravnali v nasprotju z interesi delničarjev, če sploh ne smejo ukrepati? Razprava o mehanizmih, ki bi članom odbora preprečili ravnati v svojo korist, ne glede na interese delničarjev, je v primeru nadzornih odborov manj zanimiva.

Glavna razlika med sistemoma je, da je v Ameriki članu odbora z zakonom dovoljeno kadarkoli opravljati posle in transakcije v imenu korporacije. Vsaj teoretično (glede na teorijo zastopniških stroškov, kar je njeno glavno načelo) pomeni ameriški direktorski odbor nedvomno zastopnika delničarjev. V Nemčiji član nadzornega odbora ne sme sklepati poslov, razen kadar zastopa korporacijo v konfliktu interesov in v primerih pravnih postopkov proti članom upravnega odbora.

Člani nadzornega odbora ne predstavljajo korporacije, niso zastopniki korporacije in zelo težko zlorabijo svoj položaj in ogrozijo interese delničarjev. Člani nadzornega odbora so po definiciji neodvisni, saj nihče izmed njih ni zaposlen v korporaciji. Ni pa nobenega predpisa, ki bi članu nadzornega odbora prepovedoval zaposlitev v konkurenčni korporaciji, zaradi česar je vprašanje neodvisnosti dokaj pomembno.⁸⁵

⁸⁵ Glej člen 100 (Pogoji za članstvo v nadzornem odboru) in 88 AktG (prepoved konkurence za člane nadzornega odbora).

Upravljanje korporacij v ZDA

Upravljanje je v nasprotju s Slovenijo in nekaterimi drugimi evropskimi državami (npr. Nemčijo, Francijo, Nizozemsko, Hrvaško) v ZDA izključno enotirno, torej le prek direktorskega odbora (nimajo nadzornega sveta, zato se tudi interesi močnejših delničarjev ne uveljavljajo prek večine v nadzornem svetu). V sestavu direktorskega odbora je vse več t. i. neodvisnih oz. nevpletenih zunanjih direktorjev, ki oblikujejo t. i. komiteje za področja, kot so npr. prejemki menedžmenta, notranja finančna revizija, nadzor nad menedžmentom, imenovanje menedžmenta in direktorskega odbora, vse z namenom preprečiti prevlado posameznih delničarjev ali samega menedžmenta nad upravljanjem korporacije. Neodvisnih direktorjev evropske pravne ureditve in gospodarske prakse ne poznajo; enako velja za komiteje direktorskega odbora, čeprav lahko vidimo nekaj sorodnosti z odbori nemškega ali slovenskega nadzornega sveta.

Tudi za ZDA velja, da neodvisnih direktorjev ni ustvarila zakonodaja, pač pa so pomembne ameriške finančne institucije, in sicer Newyorška borza, Nacionalna asociacija trgovcev z vrednostnimi papirji, Ameriška borza, s spremembo notranjih pravil postavile zahtevo po večini neodvisnih direktorjev v direktorskih odborih. Podporo tej usmeritvi so dale tudi različne vplivne interesne organizacije, kot npr. t. i. Ameriški poslovni forum (*Business Roundtable*) ter Sekcija za poslovno pravo ameriške pravniške organizacije (*American Bar Association*), ki so v začetku 80. let priporočile ne samo, da morajo biti direktorski odbori večinsko sestavljeni iz zunanjih direktorjev, ampak tudi, da mora biti kadrovska funkcija za člane direktorskih odborov zaupana t. i. kadrovskemu komitejem (*nominatation committee*), ki jih morajo prav tako sestavljati večinoma neodvisni direktorji.

Posebnost ameriške korporacijske prakse je, da največje borze, kot je newyorška, zahtevajo od družb, uvrščenih na borzo, da imajo tudi korporacijske revizijske komiteje, ki so sestavljeni iz zunanjih direktorjev (kot organ direktorskega odbora). Po oceni teorije se je tudi kapitalski trg ugodno odzval na zunanje direktorje. Tako so opazni premiki cen delnic tam, kjer so bili imenovani za zunanje direktorje oz. kjer so bili oblikovani revizijski komiteji iz njihovih vrst, še posebej tudi tam, kjer so zunanji direktorji pomenili večino v direktorskem odboru. Tudi sodišča z naklonjenostjo gledajo na zunanje direktorje kot dejavnike bolj objektivne in neodvisne poslovne presoje v vprašanih, ki utegnejo biti interesno sporna oz. gre za vpletenost individualnih interesov direktorjev v interese družbe.⁸⁶

Podobno kot pri ameriškem direktorskem odboru sme tudi v Nemčiji nadzorni svet sestaviti enega ali več pododborov (komitejev). Vendar pa

⁸⁶ Romano 96, str. 281, 282.

slednji o nekaterih nalogah ne smejo odločati, recimo o vnaprejšnjem izplačilu dividend (odst. 59/3 AktG), izdajanju lokalnih predpisov (odst. 77/2 AktG), imenovanju in odpoklicu upravnega odbora (odst. 84/2 in 3 AktG), sklicevanju skupščine delničarjev (odst. 111/3), pregledu letnih finančnih poročil in razporejanju dobička, tudi v hčerinskih podjetjih.⁸⁷

Vloga nemških komitejev se precej razlikuje od vloge ameriških, ki smejo neodvisno sprejemati odločitve o določenih zadevah. Nemški komiteji s posvetom sprejemajo sklepe ter nadzirajo izvrševanje sklepov. Komiteji se torej ne ukvarjajo s problemom neodvisnih direktorjev (poslovni partnerji, predstavniki bank itd.), ki so po nemški zakonodaji lahko člani nadzornega odbora.

Načelo zunanjih direktorjev so uveljavile nekatere velike korporacije tudi v svojih notranjih pravilih korporacijskega upravljanja, kar je bilo še posebej dobro sprejeto pri institucionalnih delničarjih. Tako je npr. direktorski odbor General Motors februarja 1994 sprejel smernice korporacijskega upravljanja, katerih uveljavitev je terjala spremembo korporacijskih pravil v smislu zahtev, da večino članov direktorskega odbora sestavljajo zunanji direktorji. Smernice so vpeljale tudi institut vodilnega zunanjega direktorja, torej tistega, ki ga izberejo le zunanji direktorji in je odgovoren za predsedovanje sejam zunanjim direktorjem. Smernice tudi določajo, da se zunanji direktorji sestanejo najmanj trikrat na leto in razpravljajo o izvršilnih zadevah družbe, kamor povabijo tudi glavnega izvršilnega uradnika (*chief executive officer*, CEO).⁸⁸

Razvrstitev na notranje in zunanje oz. neodvisne direktorje sicer v ZDA izhaja iz tega, da so notranji direktorji tisti, ki so hkrati zaposleni v korporaciji oz. imajo kakršnokoli drugo pomembnejšo gospodarsko zvezo z njo, tako da so pod vplivom menedžmenta (npr. uradniki bank ali pravnih družb, ki imajo poslovne zveze s korporacijo). Na drugi strani so zunanji ali neodvisni direktorji ljudje, ki niso niti zaposleni niti nimajo druge pomembnejše gospodarske zveze s korporacijo. Takšne razdelitve, če izznamemo nemške ali slovenske predstavnike zaposlenih v nadzornem svetu ali celo v upravi, Evropa ne pozna. To pa ne pomeni, da se vprašanje odvisnosti oz. interesne povezanosti v evropskih državah ne

⁸⁷ Glej 107/3 AktG: Nadzorni svet mora iz svojih članov sestaviti enega ali več komitejev, katerih namen je predvsem posvetovanje in sprejemanje sklepov ter nadzor nad izvajanjem sklepov. Vendar pa o nalogah, ki spadajo pod prvi stavek 59. odstavka, 77. stavek prvega odstavka ter 111., 171., in 314. stavek tretjega odstavka, komite ne sme odločati namesto nadzornega odbora.

⁸⁸ Smernice korporacijskega upravljanja General Motors med drugimi določajo tudi ustanovitev 6 komitejev direktorskega odbora, to so revizijski, kapitalski, finančni, komite za nagrajevanje, komite za javno politiko in direktorski komite. Dnevne rede komitejev za vsako leto sprejme direktorski odbor v celoti.
Glej več o tem v Gregory Varralo & Daniel A. Dreisbach, *Fundamentals of corporate governance, A Guide of Directors and Corporate Counsel*, Section of Business Law, American Bar Association.

pojavlja. Prav nasprotno, ameriška pa tudi evropska teorija ugotavlja, da je interesna povezanost nemških članov nadzornega sveta s poslovnimi partnerji, največkrat bankami ali drugimi finančnimi organizacijami, ali pa v primeru državnega lastništva z državnimi organi, največja hiba dvo-tirnega sistema.

Po ameriškem pravu imajo direktorji fiduciarno dolžnost do korporacije, do upnikov in do manjšinskih delničarjev. Zato direktorjev ni mogoče prisiliti, da zgolj izpolnjujejo želje večinskega delničarja, saj postane odgovoren za kršitev fiduciarne dolžnosti. To lahko povzroči odškodninsko odgovornost, če sledi zahtevam večinskega delničarja, posel, ki mu ga ta naloži, pa nasprotuje interesom korporacije, upnika ali manjšinskih delničarjev. Tudi v evropskih pravnih redih je direktor dolžan voditi posle družbinega podjetja tako, da je v dobro podjetja in ne posameznih ali kontrolne skupine delničarjev ter na lastno odgovornost. Varuje pa se tudi njegova odgovornost pred delničarji, kar je manj izrazito v pravu ZDA.

Povprečni odbor direktorjev v Ameriki dandanes sestavlja od 9 do 11 posameznikov. Večji odbori od 15 do 17 oseb so vse redkejši, kar ne velja za nemške nadzorne svete, kjer je število določeno z zakonodajo o delavski participaciji. Kakšna tretjina v današnjih direktorskih odborih so notranji direktorji, to je izvršilno osebje, zaposleno v korporaciji na vodilnih funkcijah. Kljub temu da so to zaposleni v korporaciji, sistem notranjih in zunanjih oz. neodvisnih direktorjev ni v ničemer primerljiv s predstavniki zaposlenih v nemškem nadzornem svetu.

Ostali dve tretjini sestavljajo t. i. neodvisni direktorji, in sicer iz vrst glavnih menedžerjev, to je glavnih izvršilnih uradnikov, *chief executive officer* – CEO, in bivših CEO drugih družb, kar je najbolj običajen in tudi najbolj zaželen sestav neodvisnih direktorjev. Direktorske odbore sestavljajo upokojeni glavni menedžerji in drugo menedžersko osebje velikih družb, ljudje iz univerze, bivši politiki oz. javni uradniki, uspešni podjetniki, skratka strokovnjaki in ljudje z izkušnjami v gospodarstvu. V večini korporacij je tudi vsaj ena ženska. V mnogih korporacijah je vsaj en direktor predstavnik manjšinskih delničarjev.

Glede kadrovske sestave ameriškega direktorskega odbora načelno ni bistvenih razlik z nemškimi nadzornimi sveti, če seveda izvzamemo predstavnštvo zaposlenih, ki je v nemškem (tudi v avstrijskem ali slovenskem) nadzornem svetu obvezno.

Merila za usposobljenost članov direktorskega odbora se nanašajo predvsem na splošno gospodarsko znanje in razumevanje delovanja gospodarskih mehanizmov, predvsem instrumentov upravljanja velikih podjetij, na razumevanje razmerij med direktorskim odborom in izvršilnim osebjem, usposobljenost, da svetujejo in priporočajo glavnemu menedžerju z neodvisnimi napotki, da razumejo njegovo avtonomno vlogo in pooblastila pri vodenju korporacije.

Nadzorstvene pristojnosti ameriškega direktorskega odbora

Poudarjene nadzorstvene pristojnosti ameriškega direktorskega odbora so v primerjavah z dejanskim delovanjem močno podobne pristojnostim nadzornega sveta (npr. nemškega), s čimer se dejansko (ne pa pravno) oba sistema medsebojno močno približujeta. Obstaja pa še vedno nemajhna razlika: člani ameriškega izvršilnega komiteja oz. nasploh izvršilnega osebja (*management*) delajo po navodilih direktorskega odbora oz. je njihova pristojnost izvedena (delegirana) in omejena glede na pooblastila, ki jih dobijo od odbora.

Na drugi strani je pristojnost nemške uprave izvirna, temelji na zakonu in ne na sklepih nadzornega sveta ali statutu, predvsem pa uprava deluje samostojno (ne po navodilih nadzornega sveta) in na lastno odgovornost. Člani nemške uprave torej niso odgovorni zgolj kot izpolnitveni pomočniki, torej za nekorektno izvršitev poslov, za katere so pooblašteni ali so zanje dobili navodila, ampak so odgovorni kot direktorji, torej samostojno z lastno odgovornostjo in z obrnjenim dokaznim bremenom.

V večjih ameriških javnih korporacijah je dejanska vloga direktorskega odbora, če odmislimo de iure pooblastila, podobna vlogi nadzornega sveta. To pomeni nadziranje, imenovanje in odstavljanje uprave. Direktorski odbor odloča tudi o nagrajevanju.

V evropskih dvotirnih sistemih ostaja odprto vprašanje, do katere mere lahko nadzorni svet vpliva na celotno strategijo in poslovanje korporacije, in vprašanje komunikacije direktorskega odbora s socialnim okoljem. Gre seveda tudi za veliko konceptualno razliko: člani nadzornega sveta v evropskih dvotirnih sistemih niso zastopniki delničarjev, ampak predstavljajo organ korporacije kot ustanove. Ravnaajo v skladu z interesi korporacije kot celote in ne v korist posameznih delničarjev.

Posebej pa je treba poudariti, da ameriški direktorski odbor ni primerljiv z evropskim nadzornim svetom ali upravo, kar zadeva zakonske ureditve pravic zastopanja korporacije in vodenja poslov. Glede izvajanja nadzora, kar je de facto glavna naloga ameriškega direktorskega odbora, pa je ameriški odbor mogoče primerjati npr. z nemškim nadzornim svetom.

V vsakdanjem poslovnem življenju je namreč jasno, da v velikih ameriških javnih korporacijah direktorski odbor ne izvaja poslovanja, vsaj ne v smislu sprejemanja vsakodnevnih poslovnih odločitev in hkrati nadziranja uprave. To po definiciji vodi do ločitve izvršilnega osebja, torej uprave (*executive management*) od direktorskega odbora oziroma nadzora, tako v ameriških kot evropskih korporacijah z dvotirnim odborom. Če vseh pooblastil direktorski odbor nima (ker so z ustanovnim aktom ali delniškim sporazumom prenesene na delničarje), se ločevanje obeh funkcij (nadzor in uprava) porazdeli glede na razdeljene pristojnosti za vedeje poslov med direktorski odbor in izvršilno osebje (*executive management* – upravo).

Glavna razlika med enotirnim in dvotirnim sistemom je, da pooblastila ameriški upravi (*executive management*) določa direktorski odbor in jih je teoretično mogoče kadarkoli preklicati oz. spremeniti. Pooblastila npr. nemški upravi pa so določena z zakonom in jih ne more spremeniti niti odločitev delničarjev, da spremenijo ustanovitveni akt. V nasprotju z ameriškim direktorskim odborom pa nemški nadzorni svet nima nobenih pooblastil za izvajanje kakršnihkoli poslov.

Pravi odnos med direktorskim odborom in upravo velike ameriške korporacije najbolj opiše naslednji stavek: »Direktorski odbor sam po sebi ne opravlja poslov vodenja velike javne korporacije; to namreč dela uprava (izvršilno osebje – *executive management*). Direktorski odbor v poslovnih zadevah sodeluje tako, da izbira glavne izvršilne funkcionarje in do neke mere z opravljanjem drugih nalog, na primer določanjem višine nagrad direktorjem, svetovanjem upravi etc.«⁸⁹

Po drugi strani pa imajo v primeru notranjega direktorskega odbora (takega, ki ga sestavljajo vsi ali vsaj večina vodilnih delavcev korporacije) direktorji pravico sprejemati kakršnekoli odločitve, ki se tičejo strategije ali politike podjetja, in tudi izvajati vsakodnevno poslovanje. Prav tako lahko vplivajo na izbiro članov direktorskega odbora, zaradi česar lahko delujejo v korist glavnih izvršilnih funkcionarjev in je nadzor manj učinkovit.

Razlike med ameriškim direktorskim odborom in nemškim nadzornim svetom

Temeljne razlike med ameriškim direktorskim odborom in nemškim nadzornim svetom so v tem, da ima ameriški direktorski odbor ob sicer vse bolj uveljavljeni nadzorni vlogi vendarle tudi vse izvršilne pristojnosti, nemški oz. naš nadzorni svet pa nima nikakršnih izvršilnih pristojnosti, celo več, te se nanj ne morejo prenesti; izjema so soglasja, ki jih nadzorni svet lahko uvede za posle uprave.

Ameriški direktorski odbor torej teoretično stvari lahko vzame v svoje roke in vzame pooblastila glavnemu izvršilnemu uradniku (CEO), drugemu izvršilnemu osebju ter neposredno vodi korporacijo, s čimer je seveda povezana tudi njegova odgovornost. Zaradi tega je to predvsem hipotetična in se dejansko ne zgodi. To pomeni, da kljub formalnih razlikam, predvsem v izvirnih pooblastilih (zakonskih), dejansko v načinu delovanja ni velikih razlik.

Tako se oba organa zadržujeta na bolj ali manj nadzorstveni ravni in sta tudi odgovorna, da učinkovito spremljata, ocenjujeta in nadzirata delovanje izvršilnega osebja, ne pa da izvršilno pristojnost tudi sama ureničujeta. Seveda pa ostaja razlika v tem, da ameriški direktorski odbor

⁸⁹ Hamilton 97.

to lahko stori, lahko namreč sam sprejme izvršilne odločitve z neposredno veljavnostjo nasproti tretjim, nemški oz. naš nadzorni svet pa ne more sprejeti odločitev, ki bi zavezovale družbo v razmerju do tretjih, če izjemoma to ne sodi v krog njegovih zakonsko določenih pristojnosti.

Ameriški direktorski odbor je prav zaradi svoje temeljne naloge, to je spremljanja učinkovitosti vodenja korporacije na vseh ravneh, predvsem pa glavnega izvršilnega uradnika, odgovoren tudi za delovanje vseh notranjih sistemov nadzora in poročanja, za postopke poslovanja in informacijski sistem ter posebej za sistem nagrajevanja vodilnega osebja.

Nadzorni svet sicer ima pravico in tudi pristojnost, da pregleduje delovanje notranjih sistemov in postopkov ter nasploh notranjo organizacijo poslovanja z vidika učinkovitosti ter zakonitosti v okviru izvrševanja nadzora, da zahteva o tem poročila, ni pa neposredno odgovoren za učinkovito notranjo organizacijo in delovanje teh sistemov, kar sodi v pristojnost uprave. Poleg tega nadzorni svet ni odgovoren za sistem nagrajevanja vodilnega osebja v korporaciji, kot to velja za ameriški direktorski odbor, ki poleg nagrad in povračil glavnemu menedžerju določa razmerja in sistem nagrajevanja drugega izvršilnega osebja. V nemškem oz. našem sistemu je to pristojnost uprave.

Ameriški direktorski odbor je odgovoren za strategijo in politiko družbe, torej za opredelitev ciljev in smeri delovanja korporacije, ta pa ima letne, srednjeročne, strateške in druge podobne načrte.

Na drugi strani ni dolžnost nadzornega sveta določati strategijo in politiko in s tem skrbeti za to, da so pri tem pripravljene ustrezni korporacijski načrti, ampak je opredeljevanje usmeritev in ciljev korporacije dolžnost uprave, ki je odgovorna za vse poslovne funkcije, vključno s funkcijo načrtovanja. Nadzorni svet bo sicer praviloma uvedel soglasje k sprejetim dokumentom o načrtovanju in s tem prevzel njihovo sooblikovanje in tudi soodgovornost zanje, vendar pa izvirno nadzorni svet ni v funkciji strategije korporacije, kot je prav gotovo to direktorski odbor v ZDA.

V ameriškem korporacijskem upravljanju je povsem jasno, da je direktorski odbor organ upravljanja korporacije z vsemi pooblastili in pristojnostmi, pri čemer upravljanje vključuje tudi nadzor nad vodenjem korporacije, izvršilno osebje, na čelu z glavnim izvršilnim uradnikom (CEO oz. glavni menedžer), pa v okviru prenesenih pristojnosti skrbi za izvrševanje postavljenih ciljev ter za vodenje korporacije, in sicer pod nadzorom direktorskega odbora. V našem oz. nemškem sistemu so ta razmerja drugačna, in sicer nadzornega sveta ne moremo šteti za organ upravljanja družbe, ampak je to organ nadzora, ki od upravljanja ni ločen samo funkcijsko, ampak tudi organsko, na drugi strani pa je uprava poleg tega, da je organ upravljanja, tudi organ vodenja, saj sprejema vse upravljske odločitve razen tistih, ki so zaradi svoje izrednosti in zaradi temeljnega pomena za delničarje pridržane skupščini delničarjev (delitvena odločitve, statusne spremembe).

Ameriško korporacijsko pravo dovoljuje prenos pooblastil direktorske-

ga odbora na uradnike, komiteje itd., vendar ima odbor kljub temu zadnjo besedo pri upravljanju korporacije. Vrsta različnih možnih razmerij med direktorskim odborom in upravo je odvisna od sestave direktorskega odbora, in sicer glede na obstoj oziroma število zunanjih direktorjev v posamezni korporaciji.

Na kratko so glavne razlike med ameriškim in nemškim modelom naslednje:

- Ameriški direktorski odbor ima v nasprotju z nemškim nadzornim svetom popolno oblast pri vodenju poslov ali izvajanju pravnih poslov, razen če pooblastil ne prenese na predstavnike, kar se navadno zgodi. Nemški nadzorni svet ne sme sklepati poslov, tega mu ne omogočata zakon niti statut.
- Po prenosu oblasti na glavnega izvršilnega uradnika (*chief executive officer*, CEO) je de facto položaj ameriškega direktorskega odbora dokaj podoben položaju nemškega nadzornega sveta (v glavnem nadzoruje delo izvršilnega osebja – *executive managers*), položaj nemške uprave pa je de facto skorajda tak kot položaj glavnega izvršilnega uradnika oz. izvršilnega osebja v ZDA.
- De jure razlika pa je precejšnja: ameriškemu direktorskemu odboru zakon dovoljuje sklepati posle, nemški nadzorni svet pa takšne pravice nima. Tako je ameriški direktorski odbor odgovoren za celotno poslovanje, nemški pa samo za učinkovit nadzor.

Lahko torej ugotovimo, da so razlike na eni strani formalne oz. pravne in se izražajo predvsem v izvornih zakonskih pristojnostih ter v obsegu izvedenega pooblaščenja nižjih ravni, kar ima neposredno za posledico odgovornosti, razlike pa so tudi konceptijske, namreč v razdelitvi moči v korporaciji ter v razdelitvi pristojnosti za posamezne poslovne funkcije (upravljanje, vodenje, nadzor). Na drugi strani imajo razlike svoj globoki teoretični izvor v različnem pojmovanju korporacije (kot entitete in kot spleta pogodbenih razmerij).

Obvezna zastopnost zaposlenih

Ko govorimo o strukturi ameriškega odbora, moramo poudariti, da delničarjev v zvezi s tem ne zavezujejo nobeni zakoni. Nekatere evropske države z dvotirnim sistemom imajo zakonodaje, ki določajo obvezno zastopnost zaposlenih v nadzornem svetu in celo v upravi. V nasprotju z ameriško teorijo o upravljanju korporacij, ki temelji na pogodbenem odnosu med delničarji in direktorskim odborom, bi bilo, da bi bil v direktorskem odboru poleg delničarjev še kdo drug. Prav tako je v nasprotju s teorijo, da bi bila vloga direktorskega odbora predstavljati usklajene interese delničarjev ali interese korporacije kot celote namesto interesov posameznika ali skupine večinskih delničarjev.

Ena izmed najpomembnejših razlik je dejstvo, da predlagana zakonodaja EU (predlagana peta direktiva in predlagani statut evropskega podjetja) zahteva obvezno zastopanost zaposlenih v nadzornem in upravnem (izvršilnem) organu, tako kot je doslej že uveljavljeno npr. v Nemčiji,⁹⁰ do določene mere v Franciji (t. i. strukturna participacija), in obvezno finančno udeležbo zaposlenih pri dobičku oz. v finančnem rezultatu, kot npr. v Franciji (t. i. finančna participacija), v ZDA pa predpisov o strukturni participaciji ni.

Predlagana ureditev v EU predpisuje dve telesi (upravni oz. administrativni in nadzorni organ), kar je obvezno v Nemčiji (uprava oz. *Vorstand* in nadzorni svet, to je *Aufsichtsrat*) in mogoče v Franciji (upravni svet oz. *Conseil d'administrative* in nadzorni svet, tj. *Conseil d'surveillance*), angleška in ameriška zakonodaja pa samo eno (direktorski odbor). Zaradi tega je evropska zakonodaja bolj institucionalna, omejevalna in toga v smislu omejitev, ki jih morajo upoštevati partnerji znotraj korporacije. Razlogi za to so delno zgodovinski, delno pa je vzrok za to poudarjeno institucionalno lastništvo in finančni sistem, v katerem prevladujejo banke.

Še vedno se poraja vprašanje, ali obstaja neposredna povezava med specifičnim načinom upravljanja korporacij in učinkovitostjo evropskega gospodarstva. Ne smemo pozabiti, da je obvezni dvotirni sistem uvedlo le malo evropskih držav.

To ne pomeni, da ameriško korporacijsko pravo prepoveduje sodelovanje zaposlenih. Vendar ga prepušča dogovoru med partnerji v korporaciji v skladu z načeli pogodbene svobode. Tudi zaradi tega je ameriški sistem korporacijskega prava bolj svoboden in dispozitiven in manj kogenten in administrativen, da bi uvajal neke splošne zamisli, ne glede na to, ali so sprejemljive ali ne.

Nemška uprava in ameriški izvršilni odbor

Treba je natančno razlikovati med nalogami ameriškega direktorskega odbora, ki jih opravlja izvršilni odbor (*executive committee*), in z zakonom odrejenimi nalogami, ki jih imata na primer nemški *vorstand* (predstojništvo oz. v strokovnem prevodu uprava) ali francoski *conseil d'administrative* – obe izvršilni telesi, ki ju v dvotirnem sistemu nadzira nadzorni svet. V nemškem primeru ne moremo govoriti o prenosu pristojnosti z nadzornega sveta na upravo, saj ta dva organa drug drugemu ne dajeta nalog, kot je to mogoče trditi za odnos med direktorskim odborom in izvršilnim (ali katerim drugim) komitejem ali kar osebjem. Pravni položaj uprave je neodvisen od nadzornega sveta in lahko ukrepa brez pooblastila ali dovoljenja slednjega. V izvršilnih in drugih komitejih ter pri izvršilnem osebju (*executive management*) v ZDA ni tako.

⁹⁰ Isto velja za Avstrijo in na primer za Slovenijo.

Uprava nemške korporacije ni v ničemer podobna ameriškemu direktorskemu odboru, vendar ravno tako vodi posle v podjetju. V pravnem smislu sta si bolj podobna nemški nadzorni svet in ameriški direktorski odbor kot pa slednji in nemška uprava. Zelo malo skupnega imata tudi nemška uprava in ameriški izvršilni komite. Obstajajo razlike glede fiduciarnih obveznosti, vendar bomo o njih govorili posebej.

Razlike torej niso tako velike, kot so videti na prvi pogled. Velike se zdijo, če govorimo o zakonsko določenem modelu idealne korporacije, ki pa ne obstaja. V realnosti pa ameriški sistem ni ustvaril nadzornega telesa, ampak nadzorno funkcijo, ki jo opravljajo zunanji direktorji, in razvil zunanje izvršilne strukture (izvršilne in druge komiteje in izvršilno osebje – *executive management*), ki opravljajo enake naloge kot nemška uprava.

Po drugi strani pa, čeprav je nemški nadzorni svet po zakonu strogo ločen od članov uprave, vendarle sedijo na sestankih skupaj. Predlogi članov uprave so pomembni pri sprejemanju poslovnih odločitev in ustvarjanju politike podjetja. Nadzorni svet ne more igrati pomembne vloge, če člane uprave zastopajo močni institucionalni delničarji. Teorija organizacije poslovanja ima nadzor in izvajanje za dva neločljiva elementa menedžmenta. Člani uprave imajo pomemben vpliv na izvolitev članov nadzornega sveta, podobno kot CEO na izvolitev članov ameriškega direktorskega odbora.

Ne nazadnje je pristojnost nemškega nadzornega sveta s stališča časa, ki so ga pripravljene nameniti svojim nalogam, primerljiva z ameriškimi zunanjimi direktorji. Ali prednost, da posle vodijo sami strokovnjaki, odtehta neprijetno dejstvo, da jih nihče ne more nadzorovati, da so izven nadzora? Odgovor leži na trgu in njegovi kontroli ter odzivih na delo strokovnjakov.

Spet smo pri načelu pogodbene svobode in urejanju odnosov med upravo in investitorji kapitala. Naj se sami odločijo, kako organizirana korporacija je zanje najbolj primerna, saj bodo tveganje svoje odločitve nosili izključno oni.

Evropski odbori ne poznajo kumulativnega glasovanja in odborov z razvrstitvijo mandatov. Angleški zakoni pogosto določajo, da član, ki ima v lasti 51 % volilnih delnic, izvoli vse člane odbora. Zakon o korporacijah ne zahteva kumulativnega glasovanja kot v nekaterih državah v ZDA, kar delničarju omogoča, da je v odboru zastopan glede na svoj delež.

RAZMERJA MED VEČINSKIMI IN MANJŠINSKIMI DELNIČARJI PO SLOVENSKEM PRAVU

Načelo samostojnosti uprave

Delniška družba ima niz pravil, ki so kogentna, zato jih s statutom ni možno spreminjati, in zakonsko urejajo njeno upravljanje. Zakon varuje nekatera načela, kot npr. enako obravnavanje delničarjev ali pa samostojnost in lastno odgovornost uprave, ki jih s statutom ali odločitvami delničarjev ni dopustno zaobiti. Delničarji ne morejo vzeti stvari v svoje roke, odvzeti pristojnosti upravi in sprejemati odločitve, ki bi bile njim v korist, vendar v škodo družbinega podjetja ali drugih delničarjev. Niz kogentnih pravil s področja upravljanja to preprečuje, teorija in sodna praksa pa oblikujeta institut delničarjeve skrbnosti do družbe (nem.: *aktionäre treupflicht*).

Novi zakon, ki ureja finančno poslovanje, podrobneje ureja odškodninsko odgovornost delničarja za škodo, ki nastane upnikom kot posledica insolventnosti in kapitalske neustreznosti. Odškodninska odgovornost delničarja je tudi v razmerjih med obvladujočo in odvisno družbo pri dejanskih koncernih. Odškodninsko je odgovoren delničar tudi, če kot tretji vpliva na upravo ali na nadzorni svet, na poslovnega pooblaščenca ali prokurista, da ta posluje v škodo družbe ali njenih delničarjev. Delničarjem mora ta povrniti škodo, ne glede na škodo, ki jim je bila povzročena z oškodovanjem družbe.

Poleg tega je mogoče izpodbijati sklep, pri katerem je delničar z uporabo svoje glasovalne pravice sebi ali tretjemu priskrbel posebno prednost na škodo družbe ali drugih delničarjev. Sklepa, s katerim se drugim delničarjem povrne škoda, ni mogoče izpodbijati.

POLOŽAJ DELNIČARJEV V RAZMERJU DO UPRAVE

Samostojnost uprave do delničarjev

Po naši zakonodaji velja⁹¹ načelo samostojnosti uprave pri sprejemanju odločitev. Pri sprejemanju odločitev o vodenju mora uprava upoštevati predvsem interes družbe. Delniško družbo uprava vodi v dobro družbe (246/1 člen ZGD).

⁹¹ Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/93, 29/94, 82/94, 20/98, 84/98, 6/99, 45/2001 – ZGD).

Samostojnost se nanaša predvsem na razmerje do delničarjev oziroma njihovih organov. Izraz te samostojnosti sta predvsem določbi 282/2 ter 274/4 člena ZGD⁹².

Samostojnost uprave delniške družbe izhaja iz samostojnega interesa, ki ga ima delniška družba kot osamosvojeni pravni subjekt. Člani uprave so seveda lahko tudi sami delničarji, lahko pa jih vplivnejši delničarji spravijo v primež svojih interesov. Zaradi možnega navzkrižja interesov članov uprave kot posameznikov nasproti njihovih interesov kot delničarjev ali možnega navzkrižja interesov med družbo in delničarji zakon zavezuje upravo, da ravna v dobro družbe, to se pravi, da varuje interese družbe.

Samostojnost uprave pri zadevah vodenja poslov je mogoče razlagati tudi s pomočjo funkcije delniške družbe kot skupka kapitala, torej institucije, v kateri je (v idealnem primeru) veliko investitorjev svoj kapital namenilo določenemu, v statutu definiranemu namenu. Njena vloga naj bi bila omejena na opredelitev interesov dajalcev kapitala, vpliv na vodenje poslov pa praviloma ni zaželen in zato tudi s strani pravnega reda ni priznan.⁹³

Dolžna skrbnost članov uprave se konkretizira s koristnostjo in z interesi družbe. Njihova odgovornost se v konkretnem primeru presoja po tem, ali so ravnali v korist družbe in tako zavarovali interese družbe, predvsem ko so ti bili nasprotni njihovim osebnim interesom kot delničarjem ali interesom drugih delničarjev, ki so s svojim vplivom poskušali izsiliti od članov uprave odločitve, ki bi bila v njihovem interesu in v nasprotju z interesi družbe.

Lastna odgovornost uprave

Načelo samostojnosti, ki izhaja iz dolžnosti ravnanja v skladu z interesi družbe, na katero je vezana lastna odgovornost članov uprave, pomeni na eni strani zapoved članom uprave, da ravnajo po najboljših interesih družbe, na drugi strani pa prepoved komurkoli tretjemu (npr. vplivnemu delničarju), da bi s svojim vplivom na člane uprave izsiljeval poslovne odločitve, ki so zgolj njemu v prid in v škodo družbi.

Izraz samostojnosti je tudi določba o vodenju na lastno odgovornost. Ta na eni strani pomeni, da je uprava pristojna sprejemati vse odločitve razen tistih, za katere je izrecno pristojna skupščina oziroma nadzorni

⁹² Vodenje poslov se ne more prenesti na nadzorni svet. Statut ali nadzorni svet pa lahko določita, da se smejo določene vrste poslov opravljati le z njegovim soglasjem (274.4 ZGD). Skupščina na more odločati o vprašanih vodenja, razen v primerih iz člena 282.2 ZGD.

⁹³ Rado Bohinc & M. Schauer, Stellung der Organe der Aktiengesellschaft, Nach slovenischem Recht und im Rechtsvergleich, Pravni položaj uprave delniške družbe, po slovenskem pravu in primerjalno, FOWI, Wirtschaft Universität Wien (2000).

svet ter da odgovornosti za odločitve, za katere je pristojna, ne more prenesti na druge z delegacijo pristojnosti. Izjema pri pravilu, da ni delegacije pristojnosti, je določba 282.2 ZGD, ki omogoča upravi, da zahteva od skupščine, da odloči o vprašanih vodenja poslov.

Lastna odgovornost ne nazadnje pomeni, da člani uprave odgovarjajo za škodo, ki nastane kot posledica njihove kršitve dolžne skrbnosti v prvi vrsti družbi, pod določenimi pogoji pa tudi delničarjem in upnikom.

Dolžna skrbnost delničarjev

Delničarji sicer niso neposredno obvezani, da varujejo interese delniške družbe ali da na primer na skupščini odločajo ali predlagajo odločitve, ki so v korist družbe, vendarle pa je treba upoštevati 280. člen in 2. odstavek 364. člena ZGD. Te določbe ustrezajo §§100 ter §195/2 aAktG, §117 nAktG, h katerim je judikatura razvila teorijo dolžne skrbnosti delničarjev.⁹⁴

Delničarji na skupščini uresničujejo predvsem svoje individualne, posamične interese, skupščinska odločitev pa pomeni prevlado interesov delničarjev z večino kapitala. Prav zaradi tega je nadvse pomembno, da skupščina odloča le o vprašanih, ki so v njeni pristojnosti, in ne o vprašanih vodenja poslov. Slednje je v zakonodajah z dvotirnimi sistemi tudi izrecno prepovedano.

Po drugi strani naj bi uprava varovala interese družbinega podjetja in prišla pred skupščino delničarjev s takšnimi predlogi, ki bi bili v interesu podjetja. Nesoglasja med podjetjem in družbo kot sintezo interesov večinskih delničarjev je dolžna razreševati prav uprava, ki mora pred skupščino nastopati s predlogi, ki varujejo interese družbinega podjetja.

Niti posamezni delničarji niti skupščina upravi niso upravičeni dajati obveznih napotkov, kako voditi posle. Z vidika samostojnosti uprave kot temelja upravljalске zgradbe delniške družbe je torej nesprejemljivo t. i. predhodno delničarsko usklajevanje z upravo, ki privede do tega, da večinski delničarji predložijo upravi dokončno in usklajeno odločitev, tako da upravi ne preostane nič drugega, kot da jo izvrši, čeprav gre za odločitev v njeni pristojnosti ali čeprav bi morala skupščina odločati na njen predlog.

Izpodbojnost skupščinskega sklepa

Kot sankcije so v takem primeru na voljo tako izpodbojnost skupščinskega sklepa kot tudi odškodninska odgovornost večinskega delničarja, ki zlorablja svoj vpliv na škodo interesov družbinega podjetja ali drugih del-

⁹⁴ *Primerjaj* Kastner, Doralt, Nowotny, Grundriß des österreichischen Gesellschaftsrechts. 5. Auflage, Wien, Manz (1990), str. 271; Reich-Rohrwig, Treuerpflicht der GmbH-gesellschafter und Aktionäre von judikatur bejaht, WBI, 141 (1988).

ničarjev. Pripomniti je treba, da v takšnih primerih solidarno odgovarjajo tudi uprava in nadzorni svet ter tisti, ki je iz tako izsiljene odločitve pridobil gospodarske koristi.

Vendar pa velja, da je uprava dolžna izvršiti skupščinski sklep, ki je zakonit in veljaven. Če sklep skupščine ni bil izpodbijan in je bil sprejet v skladu z zakonom, ga je uprava dolžna izvršiti, tudi če bi bil v nasprotju z interesi družbinega podjetja. V takem primeru uprava ne nosi odškodninske odgovornosti, saj je bil škodljivi sklep konvalidiran z odločitvijo skupščine delničarjev.

Po 364. členu lahko vsak delničar s tožbo izpodbija vsak sklep skupščine, ki nasprotuje temeljnemu cilju družbe ali dobrim poslovnim običajem in meri na oškodovanje vsaj enega delničarja ali interesov družbe.

Izpodbijati je mogoče tudi sklep, pri katerem je delničar z uporabo svoje glasovalne pravice sebi ali tretjemu priskrbel posebno prednost na škodo družbe ali drugih delničarjev. Sklepa, s katerim se drugim delničarjem povrne škoda, ni mogoče izpodbijati.

Odškodninska odgovornost oseb, ki na nedopusten način vplivajo na člane uprave po ZGD

Zakon določa, da je poleg posloводства in drugih organov delniške družbe (nadzornega sveta) odškodninsko odgovorna tudi oseba, ki je s svojim vplivom na družbo namenoma pripravila člane uprave ali nadzornega sveta, prokurista ali poslovnega pooblaščenca do tega, da posluje v škodo družbe ali njenih delničarjev (glej 280. čl. ZGD). V tuji sodni praksi je ta oseba največkrat večinski delničar, ki s svojim vplivom na upravo izsili odločitev, ki so njemu v prid ter v škodo družbi ali drugim delničarjem.

Kdorkoli torej s svojim vplivom na posloводство ali druge organe oziroma pooblaščenca družbe povzroči, da pride do škodljive odločitve, je po zakonu odškodninsko odgovoren tako družbi kot njenim delničarjem. Če je ta oseba delničar, je odškodninsko odgovorna drugim delničarjem.

Delničarji kot oškodovanci ter člani uprave in nadzornega sveta kot solidarni zavezanci

Delničarjem mora povzročitelj povrniti nastalo škodo, če so bili oškodovani, ne glede na škodo, ki jim je bila povzročena z oškodovanjem družbe (280/1. člen, drugi stavek, ZGD). Odškodninski zahtevek iz tega naslova imajo torej izjemoma tudi delničarji; to je njihov odškodninski zahtevek za škodo, ki jo imajo oni sami, ne glede na škodo, ki je povzročena družbi (družbin odškodninski zahtevek), ki jo prav tako lahko uveljavljajo. V tem primeru delničarji torej uveljavljajo svoj (ne družbin) odškodninski zahtevek.

Poleg navedenih oseb (napeljevalcev) so za tako povzročeno škodo odgovorni kot solidarni dolžniki tudi člani posloводства (člani uprave, dodatno pa tudi nadzornega sveta).

Pogoj za odškodninsko odgovornost posloводства v tem primeru je, da so kršili svojo obveznost ter da jim ni uspelo dokazati, da so svoje dolžnosti opravili pošteno in vestno, kot v okviru pravila o obrnjenem dokaznem bremenu na splošno velja za odškodninsko odgovornost članov uprave družbe.

Tudi te solidarne odgovornosti so člani uprave razbremenjeni, če dejanje temelji na zakonitem skupščinskem sklepu, odškodninska odgovornost pa ni izključena, če nadzorni svet odobri takšno dejanje.

Poleg članov uprave in nadzornega sveta odgovarja kot solidarni dolžnik tudi tisti, ki je s škodljivim dejanjem pridobil korist, če je dejanje storil namenoma.

Odškodninske zahtevke družbe tudi v tem primeru lahko uveljavljajo njeni upniki, če jih družba ne more poplačati (280/3. člen ZGD).

Določbe o solidarni odškodninski odgovornosti članov uprave oziroma tistih, ki so jih pripravili k temu, da so poslovali v škodo družbe, se ne uporabljajo, če je bil član uprave (velja tudi za ostale) zavezan k škodljivemu ravnanju pri izvrševanju:

- glasovalne pravice na skupščini ali
- upravičenja za vodenje na podlagi pogodbe o obvladovanju ali
- upravičenja za vodenje glavne družbe, v katero je družba vključena (280/4. člen ZGD).

MANJŠINSKE PRAVICE

Pravna narava manjšinskih pravic

Manjšinske pravice so zakonsko kogentno določene in jih z akti družbe ni mogoče urediti drugače. Z akti družbe ni mogoče spreminjati cenzusov in vsebine pravic, razen kjer zakon dopušča statutarno ureditev (sklic skupščine na zahtevo manjšine – ena dvajsetina, statut lahko to pravico uredi tudi drugače – vendar ne strožje, lahko pravico le omili, kar pa ne sme prizadeti načela kapitalske večine, 284/1. člen ZGD). Akti družbe ne morejo določiti dodatnih primerov manjšinskih pravic, ne morejo tudi drugače kvalificirati manjšine, niti razlogov za uveljavljanje manjšinskih pravic in postopka uveljavitve.⁹⁵

Manjšinske pravice niso odvisne od tega, ali so bile delnice izdane kot papir, ali obstajajo le kot deležne pravice, ali od tega, ali so redne, pred-

⁹⁵ Bojan Zabel, Razmerje med večinskimi in manjšinskimi delničarji v delniški družbi, Podjetje in delo, št. 5–6 (1995).

nostne, zbirne ali udeležbene delnice po 177. členu ZGD. Manjšinske pravice niso odvisne od glasovalne pravice, pripadajo tudi delničarjem, ki te pravice nimajo. Manjšinske pravice niso odvisne od tega, ali je delničar fizična ali pravna oseba. Manjšinske pravice se izražajo na dva načina, ki se razlikujeta le po izrazu, ne pa po vsebini, in sicer z določitvijo odstotka (10 % po 267. členu ali pa dvajsetina po 284/1. ali 2. členu ZGD); merilo skupnega nominalnega zneska delnic (npr. 100 mio SIT) v ZGD ni uporabljeno, pač pa v ZPre. Manjšinskih pravic nima delničar, ki izgubi upravljalne pravice (221. in 222. člen ZGD – izključitev delničarja oziroma odvzem delnic). Manjšinskih pravic ni iz lastnih delnic, iz katerih družba nima nobenih pravic, torej niti glasovalnih niti manjšinskih.⁹⁶

Pojem in razvrstitev manjšinskih pravic

Manjšinske pravice so določene upravljalne (sodelovalne in obrambne) pravice, ki jih zakon daje manjšini delničarjev. Manjšinske pravice ne pripadajo posameznemu delničarju, ampak določenemu kvalificiranemu številu delničarjev oziroma delničarjem, ki imajo v lasti (v odstotku ali absolutnem znesku) določen kapitalski delež.

Manjšinske pravice je mogoče razvrstiti v naslednje skupine:

- pravice v zvezi s sklicem, dnevnim redom in potekom skupščine,
- pravice v zvezi s sodno postavitvijo ali odpoklicem organov družbe,
- pravice v zvezi z ohranitvijo in uveljavitvijo zahtevkov družbe,
- pravice v zvezi z zahtevo po izvedbi posebnih revizij oziroma preiskav,
- pravice v zvezi s prenehanjem družbe.

V zvezi z obveščanjem delničarjev ima uprava tudi naslednje obveznosti iz naslova manjšinskih pravic.⁹⁷

Tako je uprava dolžna iz naslova manjšinskih pravic delničarjev:

- sklicati skupščino, če delničarji, katerih skupni deleži dosegajo 1/20 osnovnega kapitala, to pisno zahtevajo, in tudi navesti namen in razloge (ZGD dopušča možnost, da to manjšinsko pravico statut uredi tudi drugače);
- objaviti predmet skupščinskega sprejemanja sklepov,⁹⁸ če to zahtevajo

⁹⁶ Ibidem.

⁹⁷ Zabel 95 navaja naslednje posamezne primere manjšinskih pravic po ZGD:

- zahteva za vnovični preizkus poročila ustanoviteljev (218. člen ZGD),
- odpoklic člana nadzornega sveta (2. odstavek 267. člena ZGD),
- sklic skupščine, objava predmeta in dnevnega reda (284. in 286. člen ZGD),
- predlog pri glasovanju pri izvolitvi članov nadzornega sveta (300. člen ZGD),
- predlog za prenehanje družbe (373. člen ZGD).

⁹⁸ Zabel 95, str. 619: Predmet sprejemanja sklepov« ni nič drugega kot točka, zadeva, ki bo uvrščena na skupščino, vendar je ni določila uprava, ampak delničarji po 284. oz. 286. členu ZGD; nemška literatura preprosto govori o dopolnitvi dnevnega reda. Zato tudi za te zadeve veljata 2. in 3. odstavek 286. člena ZGD.

delničarji, katerih skupni deleži dosegajo 1/20 osnovnega kapitala; če uprava ne izpolni te zahteve, torej ne objavi predmetov skupščinskega sprejemanja sklepov, lahko sodišče pooblasti delničarje, ki so postavili zahtevo, da sami skličejo skupščino ali da sami objavijo predmet, o katerem naj sklepa skupščina;

- če manjšina po sklicu skupščine zahteva objavo predmeta, o katerem naj sklepa skupščina, zadošča, da se ta predmet objavi v 10 dneh po sklicu skupščine (286/1. člen ZGD).

Institut manjšinskih pravic je način reševanja konfliktov med večino in manjšino (da se prepreči, da večina gospodari z lastnino manjšine). Manjšinske pravice niso namenjene varovanju malih delničarjev (razpršenih), ampak delničarjev, ki dosegajo razmeroma visoke odstotke in niso povezani v kontrolnih paketih. Manjšinske pravice uveljavljajo delničarji, ki so aktivni (zainteresirani za upravljanje, vendar nimajo vstopa v kontrolni paket). Običajno delničarji sprožajo postopke, ki so jih dolžni izvesti drugi, npr. uprava ali nadzorni svet (sklic skupščine, določitev dnevnega reda, vložitev odškodninskega zahtevka, odpoklic nadzornega sveta, predlog za likvidacijo, itd.). Pravni red varuje manjšino pred ravnanjem večine in organov družbe, ki pomeni zlorabo njihovega položaja.⁹⁹

Individualne manjšinske pravice

Individualne manjšinske pravice so pravice do enakega obravnavanja vseh delničarjev, do uveljavljanja nasprotnih predlogov, pravica do obveščeni in do uveljavljanja ničnosti in izpodbojnosti skupščinskih sklepov.

Pravica do obveščeni (293. člen ZGD) se lahko uveljavlja tudi prek sodišča (294. člen ZGD):

- uprava mora na skupščini dati delničarjem zanesljive informacije o zadevah družbe, če so potrebne za presojo predmeta dnevnega reda;
- če je bila dana informacija delničarju izven zasedanja, jo je treba dati vsakemu drugemu delničarju na njegovo zahtevo, tudi če ni potrebna za presojo predmeta dnevnega reda;
- uprava sme zadržati informacije le, če bi lahko družbi to povzročilo škodo, ki se nanaša na davčne stopnje ali davke, na vrednotenje oziroma razlike v letnem poročilu (razen če skupščina potrdi letni obračun), na metode bilanciranja in ocenjevanja, če bi bilo z izdajanjem informacij storjeno kaznivo dejanje, gospodarski prekršek ali kršeni dobri poslovni običaji.

⁹⁹ Ibidem.

Kolektivne manjšinske pravice

Kolektivne manjšinske pravice so naslednje:

- sklic skupščine na zahtevo delničarjev (284. člen ZGD) z najmanj dvajsetino osnovnega kapitala, zahteva za sklic se naslovi na upravo;
- objava predmeta dnevnega reda (286. člen ZGD), vsaj dvajsetina osnovnega kapitala – gre za uvrstitev nove točke na dnevni red, zadošča, da se objavi po 10 dneh po sklicu skupščine;
- pravica do dajanja volilnih predlogov za člane nadzornega sveta (289. člen ZGD v zvezi s 300. členom ZGD) – o predlogu delničarja se glasuje pred predlogom nadzornega sveta, če to zahteva vsaj desetina zastopanega osnovnega kapitala, kar je lahko manj kot desetina osnovnega kapitala;
- predlog sodišču za odpoklic članov nadzornega sveta, ki zastopa interese delničarjev, na zahtevo vsaj desetine osnovnega kapitala (267. člen ZGD – utemeljeni razlogi – krivdni ali opravičljivi).

Predlog sodišču za imenovanje novega člana nadzornega sveta lahko dajo delničarji in zato ni treba sklicati skupščine; vendar če ustanovna skupščina zavrne predlog za vnovični preizkus, se le-ta mora opraviti, če to zahteva vsaj petina osnovnega kapitala (218. člen ZGD); odškodninski zahtevek nasproti članu uprave (258/4. člen ZGD – dopustnost odreka ali pobotanja, 3 leta po nastanku zahtevka, če temu pisno ne ugovarja manjšina, ki ima vsaj desetino osnovnega kapitala); vložitev predloga sodišču za prenehanje družbe, če uprava ne deluje več kot 12 mesecev, vsaj dvajsetina osnovnega kapitala (373/3. v zvezi z 371. členom ZGD).

ODŠKODNINSKA ODGOVORNOST ČLANOV UPRAVE

Splošna korporacijska ureditev odškodninske odgovornosti

Za odškodninsko odgovornost članov uprave veljajo po ZGD naslednja temeljna pravila:

- za člana uprave pri vodenju poslov velja skrbnost vestnega in poštene-ga gospodarstvenika, torej strožja stopnja skrbnosti, za katero se pred-postavljata ustrezna usposobljenost in obveščenost;
- odškodninska odgovornost članov uprave družbi je solidarna, če gre za škodo, ki je nastala kot posledica kršitve njihovih dolžnosti;
- upniki torej lahko posežejo po premoženju kateregakoli člana uprave, da bi izterjali svoj odškodninski zahtevek;
- odškodninska odgovornost članov uprave za storjeno škodo se pred-postavlja, dokazno breme je torej obrnjeno;

- člani uprave so dolžni dokazati, da so pošteno in vestno izpolnjevali svoje dolžnosti, da bi se razbremenili odškodninske odgovornosti.

Odškodninska odgovornost članov uprave upnikom po ZGD

Nadvse pomembna, vendar v praksi povsem neuveljavljena je določba 258/5. člena ZGD, ki razteza odškodninski zahtevek družbe zoper člane uprave na upnike družbe. Zakon predpostavlja, da upniki družbe lahko postanejo oškodovanci za škodo, ki jo je člani uprave storijo družbi le pod pogojem, da jih družba ne more poplačati. Pri tem ni predpisana vzročna zveza med škodnim dejanjem članov uprave in insolventnostjo družbe, torej nesposobnostjo, da v konkretnem primeru izplačajo dospele terjatve upnikom.

Dovolj je, da je družba v obdobju, v katerem imajo upniki zoper njo dospele terjatve in ko se je škoda, ki so jo povzročili člani uprave, pripetila, plačilno nesposobna. V tem primeru so upniki po samem zakonu upravičenci iz odškodninskega zahtevka, ki ga ima družba zoper člana uprave. Seveda upniki lahko uveljavljajo odškodninski zahtevek družbe le do višine svojih terjatev oziroma so morebiti izterjano odškodnino, ki presega vrednost njihove terjatve, dolžni prepustiti družbi.

Veljati bi moralo tudi obratno, torej da terjatev upnikov, ki ni bila poplačana iz izterjane odškodnine od povzročiteljev škode, članov uprave, v neizterjanem delu ostane v veljavi zoper družbo.

Razmejitev odškodninske odgovornosti med člani uprave in člani nadzornega sveta po ZGD

Razlika v odgovornosti med člani uprave in člani nadzornega sveta je seveda v tem, da so dolžnosti članov nadzornega sveta drugačne od članov uprave. Vendar kršitev njihovih zakonsko in statutarno predpisanih dolžnosti (za člane uprave tudi pogodbenih obveznosti) povzroči smiselno enake vrste in temelje odgovornosti.

Pristojnosti in s tem dolžnosti članov nadzornega sveta se od pristojnosti članov uprave v popolnosti razlikujejo oz. gre za jasno razmejitev med enim in drugim organom, v okviru katere uprava vodi posle in zastopa družbo, nadzorni svet pa to nadzira. Odgovornost se tako pri članih enega kot drugega organa nanaša na njihove zakonsko in statutarno določene pristojnosti.

Vendar je razmejitev pri odgovornosti mnogo manj ostra, kot to velja za pristojnosti oz. dolžnosti. To se izraža neposredno v naslednjem:

- v pravilih o solidarni odgovornosti članov uprave in članov nadzornega sveta družbe (npr. člena 280/2 in 3 ZGD), ki veljajo za člane obeh organov;

- v pravilih o ekskulpaciji odškodninske odgovornosti v primerih iz 280/4. ZGD;
- v primerih iz 258. člena ZGD, v katerih se odgovornosti članov uprave, ki odgovarjajo *kjub soglasja* nadzornega sveta (ni oprostitve odgovornosti), pridruži še odškodninska odgovornost nadzornega sveta;¹⁰⁰
- v odgovornosti za slab gospodarski položaj družbe, ki je nastal zaradi zanemarjanja potrebne dolžnosti skrbnosti tako članov uprave kot tudi članov nadzornega sveta;¹⁰¹
- v primerih iz 258. člena ZGD, ko imajo poleg članov uprave, ki kljub odobritvi nadzornega sveta še naprej ostajajo odškodninsko odgovorni (ni ekskulpacije), odškodninsko odgovornost še člani nadzornega sveta;¹⁰²
- v odgovornosti za slabo gospodarsko stanje v družbi, ki se pojavi zaradi odstopanja od standardov dolžne skrbnosti tako članov uprave kot članov nadzornega sveta.¹⁰³

ODŠKODNINSKI ZAHTEVEK V POVEZANIH DRUŽBAH

Odškodninski zahtevek delničarja pri pogodbi o obvladovanju

Po 474. členu pri pogodbi o obvladovanju (pogodbeni koncern) ima obvladujoča družba pravico, da odvisni družbi daje navodila za vodenje poslov. Če pogodba ne določa kaj drugega, se lahko dajejo tudi navodila, ki so za družbo škodljiva, če koristijo interesom obvladujoče družbe ali z njo koncernsko povezanih družb.

Po 478. členu v koncernskih družbah, kjer ni sklenjena pogodba o obvladovanju, obvladujoča družba ne sme uporabiti svojega vpliva zato, da bi pripravila odvisno družbo do tega, da bi zase opravila škodljiv pravni posel ali da bi kaj storila ali opustila v svojo škodo, razen če obvladujoča družba prikrajšanje nadomesti.

¹⁰⁰ ZGD tega ne določa izrecno, vendar po našem mnenju povzroča soglasje nadzornega sveta k dejanjem iz 3. odstavka 258. člena, ki je podano protizakonito, solidarno odgovornost članov nadzornega sveta

¹⁰¹ Tudi tega ZGD ne določa izrecno, vendar je po našem mnenju možno, da se ukrene zoper člane uprave in nadzornega sveta tako razrešitev kot tudi odškodninska odgovornost zaradi slabega gospodarskega položaja. To velja samo, če so predpostavke izpolnjene.

¹⁰² ZGD sicer v tem ni ekspliciten, vendar zavzemamo stališče, da odobritev kateregakoli od dejanj iz 258/3 čl. ZGD, ki se opravi v nasprotju za zakonom, povzroči solidarno odškodninsko odgovornost članov nadzornega sveta.

¹⁰³ Tudi glede tega ZGD ni izrecen, vendar menimo, da se tako odpoklic kot odškodninska sankcija za slabo gospodarsko stanje, seveda če so izpolnjeni vsi pogoji, lahko naprti članom uprave in tudi nadzornega sveta.

Če obvladujoča družba pripravi odvisno družbo do tega, da opravi zase škodljiv pravni posel ali da v svojo škodo kaj stori ali opusti, ne da bi se prikrajšanje dejansko nadomestilo do konca poslovnega leta ali ne da bi se zagotovila pravica do ugodnosti, določenih za nadomestilo, mora odvisni družbi povrniti iz tega nastalo škodo.

Zahtevek za povrnitev njim nastale škode imajo tudi delničarji ali člani družbe, ne glede na škodo, ki jim je bila povzročena z oškodovanjem družbe (480. člen).

Poleg obvladujoče družbe odgovarjajo kot solidarni dolžniki tisti zastopniki družbe, ki so odvisno družbo pripravili do pravnega posla ali ukrepa. Po 476/3. členu ZGD lahko odškodninski zahtevek družbe zoper zastopnike obvladujoče družbe uveljavlja tudi vsak njen član (delničar), vendar lahko zahteva le plačilo za družbo. Delničar odvisne družbe bi po tej določbi lahko nastopil v pravnem postopku kot tožeča stranka zoper člana uprave obvladujoče družbe z odškodninskim zahtevkom za škodo, ki jo je slednji povzročil z nepravilnim in ne dovolj skrbnim dajanjem navodil.

Poudariti je treba, da gre pri členu 476/3 ZGD za odškodninski zahtevek družbe in ne družbenika oz. delničarja, kot je npr. pri odškodninski odgovornosti vplivnega delničarja, ki mora po 280. členu ZGD drugim delničarjem povrniti nastalo škodo, če so bili oškodovani, ne glede na škodo, ki jim je bila povzročena z oškodovanjem družbe.

Odškodninska odgovornost pri dejanskem koncernu

Podobno razlikovanje je glede na odškodninske odgovornosti zastopnikov obvladujoče družbe v obravnavanem 476/3. členu ZGD, ko gre za razmerja med zastopniki obvladujoče družbe in delničarji odvisne družbe, je pogodbi o obvladovanju ter podobnimi razmerji po 480. členu ZGD, ko gre za dejanski koncern. Če obvladujoča družba pri dejanskem koncernu pripravi odvisno družbo do tega, da opravi zase škodljiv pravni posel ali da v svojo škodo kaj stori ali opusti, ne da bi se prikrajšanje dejansko nadomestilo do konca poslovnega leta ali ne da bi se zagotovila pravica do ugodnosti, določenih za nadomestilo, mora odvisni družbi povrniti iz tega nastalo škodo. Zahtevek za povrnitev njim nastale škode imajo tudi delničarji ali člani družbe, ne glede na škodo, ki jim je bila povzročena z oškodovanjem družbe (480. člen).

Pri dejanskem koncernu imajo delničarji prav tako zahtevek za povrnitev škode, poleg tega pa imajo po 480/3. členu ZGD, s smiselno uporabo člena 476/3 ZGD, pravico do uveljavljanja družbinega odškodninskega zahtevka.

Po ZGD imajo torej v primeru dejanskega koncerna delničarji odvisne družbe pravico uveljavljati družbin odškodninski zahtevek, in tudi svoj (po 480. in 380. členu ZGD), pri pogodbenem koncernu, po 476/3. členu,

pa imajo delničarji pravico uveljavljati le družbin zahtevke, svojega pa ne.

Razlika je seveda tudi v tem, da po 480/1. členu ZGD kot povzročitelj škode praviloma nastopa obvladujoča družba kot pravna oseba, člani uprave (zakonski zastopnik družbe), in sicer le tisti, ki so odvisno družbo pripeljali do škodljivega posla, pa odgovarjajo solidarno. Seveda pa so zastopniki obvladujoče družbe (torej člani uprave) odškodninsko odgovorni tudi v primerih, ko kršijo svoje obveznosti v zvezi z dajanjem navodil, vključno s pravilom, da zoper njih (torej člane uprave) v primeru kršitve njihovih obveznosti sprožijo odškodninski zahtevek tudi delničarji (smiselna uporaba člena 476/3, člani odvisne družbe).

Kar zadeva aktivno legitimacijo delničarjev odvisne družbe za uveljavljanje družbinega odškodninskega zahtevka zoper člane uprave, torej med pogodbenim in dejanskim koncernom, ni razlik. Razlike so le pri odškodninski odgovornosti obvladujoče družbe kot pravne osebe. Odškodninska odgovornost družbe obstaja le pri dejanskih koncernih, torej ko ni sklenjena pogodba o obvladovanju, s tem da tovrstnega zahtevka zoper obvladujočo družbo niso upravičeni uveljavljati po ZGD delničarji odvisne družbe, ampak le uprava odvisne družbe. To pa je možno po uveljavitvi ZPre.¹⁰⁴

ODŠKODNINSKI ZAHTEVKI PO ZPRE IN ZFPF

Delničarska odškodninska tožba po ZPre

Kadar se tožba vloži proti osebi, ki v času odločanja skupščine še vedno opravlja funkcijo člana uprave ali nadzornega sveta družbe, mora skupščina imenovati posebnega zastopnika.¹⁰⁵

Posebni zastopnik zastopa družbo v postopku pred sodiščem, ki odloča o utemeljenosti odškodninskega zahtevka, in v postopku v zvezi z izvršitvijo sodne odločbe, s katero je bilo odločeno o utemeljenosti takšnega zahtevka.

V nasprotju z nAktG ZGD ne ureja odškodninskega postopka prek skupščine oz. manjšine delničarjev ali posebnega zastopnika delničarjev.¹⁰⁶ Pač pa ta vprašanja po vzoru nAktG ureja Zakon o prevzemih.

¹⁰⁴ Zakonu o prevzemih (Uradni list RS, št. 47/97 – ZPre).

¹⁰⁵ V nemškem AktG, paragraf 147/3, je imenovanje posebnega zastopnika prek sodišča tudi manjšinska pravica, vendar le, če je skupščina že odločila uveljavljati odškodninski zahtevek.

¹⁰⁶ Marijan Kocbek, Varstvo manjšinskih delničarjev v zvezi z odškodninskimi zahtevki in zahtevami za izredne revizije, Podjetje in delo, št. 5–6 (1996): Če je škoda povzročena družbi, to pomeni bodisi zmanjšanje njegovega premoženja bodisi preprečitev njegovega povečanja. Posledično to učinkuje na vrednost delnice, ki

Po 72. členu ZPre ima uprava družbe dolžnost vložiti tožbo za povrnitev škode, ki je v družbi nastala kot posledica kršitve dolžnosti članov uprave in nadzornega sveta, če tako sklene skupščina družbe. Tu gre – tako kot v celotnem oddelku ZPre – za odškodninske zahtevke na splošno in ne zgolj za tiste zahtevke, ki nastanejo na podlagi kršitve Zakona o prevzemih.

ZPre ureja tudi položaj, ko član uprave ali član nadzornega sveta, zoper katerega mora biti po sklepu skupščine vložen odškodninski zahtevek oz. tožba proti osebi, v času odločanja skupščine še vedno opravlja funkcijo npr. člana nadzornega sveta. V takšnem primeru mora skupščina delničarjev imenovati še posebnega zastopnika. Posebni zastopnik, ki ga imenuje skupščina, zastopa družbo kot oškodovanca v postopku pred sodiščem, ki odloča o utemeljenosti oškodninskega zahtevka, in v postopku v zvezi z izvršitvijo sodne odločbe.

Ne glede na to, da so delničarji izglasovali sklep o vložitvi tožbenega zahtevka za povrnitev škode zoper člana nadzornega sveta, gre v vsakem primeru za odškodninski zahtevek družbe kot oškodovanca, ki ga v njenem imenu na podlagi skupščinskega sklepa vložijo delničarji.

Enako velja v primeru, da skupščina sklepa o vložitvi tožbenega zahtevka ne izglasuje, in to pravico izkoristijo manjšinski delničarji, katerih skupni deleži znašajo najmanj desetino osnovnega kapitala ali nominalni znesek 100 milijonov tolarjev (člen 73/1 ZPre). Tudi manjšinski delničarji torej zoper člana uprave ali člana nadzornega sveta vlagajo družbin odškodninski zahtevek, nastopajo torej v imenu družbe kot oškodovanca.¹⁰⁷

jo imajo delničarji, ker je ta zaradi škode družbe tudi zmanjšana. Vendar je te primere treba ločiti od tistih, ko lahko delničarji pretrpijo škodo neposredno na svojem premoženju, ki se ne kaže zgolj v manjši vrednosti njihove delnice. Gre torej za drugo škodo. V nemški teoriji se poudarja razlika med škodo družbe in dvema oblikama škode delničarjev. Delničarji imajo zaradi škode družbe tudi sami tako imenovano refleksno škodo (*Refleksschaden*), poleg tega pa tudi svojo samostojno škodo. Refleksno škodo lahko delničarji izravnajo z odškodninskim zahtevkom družbe, svojo neposredno škodo pa lahko izravnajo le s samostojnim odškodninskim zahtevkom. Škode zaradi zmanjšane vrednosti delnic torej ne more uveljavljati delničar, temveč le družba.

V primerjalnem korporacijskem pravu je to vprašanje učinkovito urejeno, pri čemer gre za dva različna instituta, ki se uporabljata v celinskem (germanskem) in anglo-ameriškem pravnem sistemu. V germanskem (nemškem) pravu se v tej zvezi priznava posebna manjšinska pravica do vložitve odškodninske tožbe v imenu družbe, v angloameriškem pravu pa je posameznemu delničarju priznana tako imenovana derivativna (izvedena) tožba, s katero delničar tako toži v imenu družbe.

¹⁰⁷ Nemški AktG v paragrafu 147 določa, da odškodninski zahtevek družbe nasproti članom uprave oz. članom nadzornega sveta vložijo delničarji, ali na podlagi sklepa skupščine z enostavno večino ali neposredno manjšina, katerih deleži presegajo desetino osnovnega kapitala. Odškodninski zahtevek je treba vložiti v 6 mesecih od dneva skupščine. Člen 147/3 daje možnost imenovanja posebnega zastopnika za vložitev odškodninskega zahtevka, na predlog najmanj desetine manjšinskih delničarjev, v breme stroškov družbe.

Posebna revizija delovanja uprave po ZPre

Imenovanje posebnega revizorja ter drugega posebnega revizorja po ZPre zagotavlja delničarjem močnejši neposrednejši nadzor nad delovanjem uprave. Nadzor se lahko nanaša na vodenje posameznih poslov družbe v zadnjih petih letih, lahko pa tudi na ustanovitvene postopke ali pa na vodenje poslov v zvezi s povečanjem ali zmanjšanjem kapitala družbe.

ZPre na eni strani uvaja institut posebnega revizorja ter drugega posebnega revizorja, na drugi strani pa določa postopek njegovega imenovanja ter pravice delničarjev in dolžnosti uprave v tej zvezi. ZPre ureja tudi pristojnosti in položaj posebnega revizorja ter način njegovega delovanja, vključno s stroški in plačilom za njegovo delo.

ZPre izhaja iz tega, da mora imenovati posebnega revizorja skupščina z enostavno večino glasov. Če pa skupščina zavrne predlog, torej če se z imenovanjem posebnega revizorja ne strinja večina delničarjev, postane to manjšinska pravica delničarjev, ki dosegajo najmanj desetino osnovnega kapitala ali nominalni znesek 100 milijonov tolarjev.

Dodatni pogoj je, da mora obstajati vzrok za domnevo, da je pri ravnanju prišlo do nepoštenosti ali do hujših kršitev zakona ali statuta delniške družbe. ZPre določa kot dodaten pogoj domnevo nepoštenja oz. kršenja zakona ali statuta le pri postopku imenovanja posebnega revizorja na predlog manjšine delničarjev. To pomeni, da takšna domneva ni pogoj za imenovanje posebnega revizorja s sklepom skupščine, čeprav tudi v tem primeru ne bo šlo brez navajanja razlogov, zakaj se predlaga imenovanje posebnega revizorja.

Pri sprožitvi postopka imenovanja drugega posebnega revizorja gre zgolj za manjšinsko pravico z dodatnim pogojem, da obstaja utemeljen dvom o pristranskosti (pravilno: dvom o nepristranskosti, napaka v zakonu) že imenovanega posebnega revizorja, ki ga je imenovala skupščina.

Vsebina manjšinske pravice ni v tem, da bi delničarji z desetino v osnovnem kapitalu lahko sami imenovali posebnega revizorja ali drugega posebnega revizorja, ampak v tem, da takšno odločitev lahko zahtevajo s sodišča. Manjšinska pravica je, kar zadeva posebnega revizorja, vezana na predhodno brezuspešno predlaganje le-tega na skupščini delniške družbe. Manjšinski delničarji bodo torej uresničili svojo manjšinsko pravico terjati imenovanje posebnega revizorja s sodiščem le, če bodo to neuspešno predlagali pred tem na skupščini delniške družbe in ne bodo dosegli enostavne večine glasov. Seveda je skupščini posebnega revizorja lahko predlagal tudi nadzorni svet, in če mu ni uspelo pridobiti za svoj predlog enostavne večine, imajo manjšinski delničarji prav tako pravico sprožiti postopek prek sodišča.

Skupščini bi lahko imenovanje posebnega revizorja predložila tista manjšina delničarjev, ki je sicer zakonsko pooblaščen za uvrstitev pred-

logov na dnevni red (284/1. člen ZGD – dvajsetina osnovnega kapitala).

Sodišče bo predlog manjšinskih delničarjev za imenovanje posebnega revizorja ter drugega posebnega revzorja presojalo predvsem z vidika tega, ali obstaja vzrok za domnevo, da je pri delu prišlo do nepoštenosti oz. kršitev predpisov, oz. pri drugem posebnem revizorju, če obstoji utemeljen dvom o pristranskosti (pravilno: nepristranskosti, napaka v zakonu) skupščinsko imenovanega posebnega revizorja ali če za to obstajajo utemeljeni razlogi. Če argumentacija ni zadostna, seveda sodišče lahko zahtevek za imenovanje revizorja zavrne.

Posebni revizor se lahko imenuje zaradi preveritve posameznih poslov družbe, se pravi zaradi ugotavljanja, ali je uprava v posameznih primerih sprejela pravilne odločitve oz. ukrepe, ker pri tem zakon ne postavlja nobenih okvirov. Kar zadeva področja oz. vrste poslov, posebej navaja primere vodenja poslov, ki se nanašajo na povečanje ali zmanjšanje osnovnega kapitala.

Pač pa ZPre nalaga upravi dolžnost, da omogoči posebnemu revizorju vpogled v poslovne knjige in dokumentacijo premoženja (blagajna, zaloge, vrednostni papirji, blago). Člani uprave so dolžni posebnemu revizorju dati pojasnila in nasploh omogočiti skrben pregled postopkov.

Skupščina delniške družbe lahko z enostavno večino glasov imenuje posebnega revizorja zaradi preveritve vodenja posameznih poslov družbe v zadnjih petih letih. Če skupščina zavrne predlog za imenovanje posebnega revizorja, sodišče imenuje posebnega revizorja na predlog manjšinskih delničarjev (katerih skupni deleži znašajo najmanj desetino osnovnega kapitala ali nominalni znesek 100 milijonov tolarjev).

Sodišče pa bo ugodilo predlogu le, če obstaja vzrok za domnevo, da je pri ravnanju prišlo do nepoštenosti ali hujših kršitev zakona ali statuta delniške družbe, kar je treba utemeljiti v predlogu.

Predlagatelji morajo deponirati svoje delnice pri klirinško-depotni družbi, če te še niso deponirane oziroma izdane v nematerializirani obliki, ter ne smejo z njimi razpolagati do odločbe o predlogu. Sicer se šteje, da so predlog umaknili. Prav tako morajo dokazati, da so bili imetniki delnic vsaj tri mesece pred dnem zasedanja skupščine delniške družbe, ki je zavrnila njihov predlog.

Sodišče na predlog manjšinskih delničarjev, katerih skupni deleži znašajo najmanj desetino osnovnega kapitala ali nominalni znesek 100 milijonov tolarjev, imenuje drugega posebnega revizorja za pregled poslov vodenja. Sodišče bo to storilo le, če obstaja utemeljen dvom o pristranskosti (nepristranskosti, glej zgoraj) posebnega revizorja, ki ga je imenovala skupščina ali če obstajajo za to drugi utemeljeni razlogi.

Predlog lahko dajo delničarji sodišču v roku 15 dni od zasedanja skupščine, na katerem je bil zavrjen predlog za imenovanje posebnega revizorja oziroma je bil imenovan posebni revizor, zoper katerega se uveljavljajo posebni razlogi zamenjave.

Uprava mora posebnemu revizorju omogočiti, da pregleda poslovne

knjige in dokumentacijo družbe ter tudi premoženjske predmete, še zlasti blagajno družbe, zaloge, vrednostne papirje, blago ter drugo premoženje družbe.

Posebni revizor lahko zahteva od članov uprave in nadzornega sveta vsa pojasnila in dokazila, potrebna za skrben pregled postopkov. Na zahtevo mora uprava izročiti prepis posebnega revizijskega poročila vsakemu delničarju. Uprava mora predložiti posebno revizijsko poročilo nadzornemu svetu družbe in ga uvrstiti na dnevni red naslednje skupščine.

Posebni revizor ima enake pravice tudi nasproti koncernsko povezani družbi, obvladujoči in tudi odvisni družbi. Posebni revizor mora o rezultatu revizije izdelati pisno poročilo – posebno revizijsko poročilo. V to poročilo se zapišejo tudi dejstva, katerih objava lahko družbi ali povezani družbi povzroči večjo škodo, če je to potrebno, da bi lahko skupščina ustrezno ovrednotila postopke oziroma posle, ki se preverjajo. Posebni revizor podpiše posebno revizijsko poročilo in ga nemudoma predloži upravi in sodišču, ki je imenovalo posebnega revizorja.

Posebni revizor ima pravico do povrnitve stroškov in plačila za svoje delo. Stroške sodnega postopka v zvezi z imenovanjem posebnega revizorja in stroške za delo posebnega revizorja nosi družba.¹⁰⁸ Družba ima pravico zahtevati povrnitev stroškov, ki jih je imela zaradi neutemeljene posebne revizije, po splošnih pravilih o odškodninski odgovornosti.

Odškodninski zahtevek na zahtevo skupščine ali manjšine delničarjev po ZGD in ZPre

Po ZGD delničarji nimajo odškodninskega zahtevka zoper člana uprave oz. nadzornega sveta, pa tudi ne zoper tretjega (npr. vplivnega delničarja), ki je škodo povzročil družbi. Če torej škode ne uveljavljajo zastopniki družbe, (npr. člani uprave sami ali nadzorni svet zaradi kolizije interesov), je delničarji ne morejo uveljavljati in utrpijo posredne zgube zaradi oškodovanja družbe. Družba kot oškodovanec prav tako ni zavarovana pred tovrstno škodo.

To velja predvsem za škodo, ki jo povzroči družbi npr. uprava ali nadzorni svet. Uprava kot povzročitelj škode bo praviloma zelo težko uperila odškodninski zahtevek zoper samega sebe oz. zoper posamezne člane. V takem primeru bi moral zaradi navzkrižja interesov sprožiti odškodninski zahtevek nadzorni svet.

Uprava in nadzorni svet sta skupaj večkrat odgovorna za škodo, povzročeno družbi, in v teh primerih ni pričakovati, da bi katerikoli od teh organov sprožil odškodninski zahtevek.

¹⁰⁸ Če posebnega revizorja imenuje sodišče, odloča o povrnitvi stroškov in plačilu za njegovo delo sodišče. Povrnitev stroškov in plačilo posebnega revizorja izplačajo iz predujma. Če sredstva predujma ne zadoščajo za plačilo stroškov in plačilo dela posebnega revizorja, naloži sodišče družbi založitev dodatnega predujma.

Podobno je z vprašanjem, kdo naj vloži odškodninski zahtevek, če je povzročitelj škode npr. večinski delničar, ki je s svojim vplivom na člane uprave in nadzornega sveta povzročil odločitev sebi v prid in v škodo družbe. Težko je pričakovati, da bodo člani uprave ali nadzornega sveta uveljavljali družbi odškodninski zahtevek zoper večinskega delničarja. Podobno je v razmerjih povezanih družb, če je večinski delničar npr. obvladujoča družba, ki s škodljivim obveznim napotkom povzroči škodo odvisni družbi.

Posebej je treba poudariti, da v primerih, ko škodo povzroči tretji s svojim vplivom (npr. vplivni delničar), ali pa za škodo, ki jo povzroči odvisni družbi obvladujoča družba, ZGD priznava odškodninski zahtevek tudi delničarju in ne zgolj družbi. Vendar gre tu za škodo, ki jo kot dodatno škodo utрпи delničar, poleg škode, ki je povzročena družbi. Tudi v teh primerih torej delničar nima pravice uveljavljati družbinega odškodninskega zahtevka, ampak le svojega za nadaljnjo škodo, ki jo ima zaradi škode, povzročene družbi.

Prav iz razloga, ker ZGD ni predvidel aktivne legitimacije delničarja, da družbi uveljavlja odškodninski zahtevek, niti kot manjšinsko pravico (po vzoru nemškega prava) niti kot posebno delničarsko tožbo (derivativno oz. reprezentančno po vzoru anglosaksonskega prava), je to pravno praznino zapolnil ZPre.

ZPre je v posebnem poglavju, ki se nanaša na vse delniške družbe in ne zgolj na javne delniške družbe, uvedel pravico delničarjev, da uveljavljajo družbin odškodninski zahtevek zoper člane oz. zoper nadzorni svet. ZPre je predvidel dolžnost uprave, da vloži tožbo za povrnitev škode, ali če tako sklene skupščina ali pa kot manjšinsko pravico delničarjev.

Vložitev tožbe za povrnitev škode je na teh podlagah dolžnost uprave. Če v času, ko skupščina o tem odloča, uprava še vedno opravlja svojo funkcijo, pa mora skupščina imenovati posebnega zastopnika. Ta vloži tožbo zoper upravo kot povzročitelja škode, s tem da uveljavlja družbin odškodninski zahtevek, torej je tožeča stranka družba kot pravna oseba, tožena pa člani uprave kot fizične osebe.

ZPre je predvidel odškodninski postopek zoper člane uprave, kadar gre za škodni zahtevek družbe, tudi kot manjšinsko pravico delničarjev. Če npr. skupščina ne bi z navadno večino sprejela sklepa o tem, da je uprava dolžna vložiti tožbo, ali o imenovanju posebnega zastopnika, lahko to storijo delničarji z najmanj 10 % kapitala oz. z najmanj 100 milijonov tolarjev skupnega deleža v družbi.

Pri tem se zastavlja vprašanje ali mora biti predlog za vložitev tožbe najprej neuspešno predložen skupščini, da delničarji lahko uveljavljajo svojo manjšinsko pravico ali ne. ZPre namreč v 73. členu določa, da če predlog za vložitev na skupščini ni sprejet, lahko takšno tožbo v imenu družbe vložijo delničarji, katerih skupni deleži znašajo najmanj desetino osnovnega kapitala ali nominalni znesek 100 milijonov tolarjev.

Ali je torej poprejšnja odložitev sklepa skupščini ali nesprejem tega

sklepa na skupščini procesna predpostavka za uveljavitev manjšinske pravice delničarjev ali ne?

Glede na čvrsto formulacijo 73. člena ZPre bi se težko postavili na stališče, da lahko manjšinski delničarji izkoristijo svojo manjšinsko pravico in vložijo tožbeni zahtevek v imenu družbe, ne da bi poprej skupščina zavrnila sklep o vložitvi tožbe po 72. členu ZPre.¹⁰⁹

Delničarska odškodninska tožba po ZPre

Pomembna novost ZPre je zakonska pristojnost skupščine, da naloži upravi vložitev odškodninske tožbe, ter na novo uvedena manjšinska pravica za takšen tožbeni zahtevek.

Skupščina družbe z enostavno večino glasov lahko sklene, da je uprava družbe dolžna vložiti tožbo za povrnitev škode, ki je družbi nastala v zvezi z vodenjem posameznih poslov kot posledica kršitve dolžnosti članov uprave in nadzornega sveta.

Če predlog za vložitev tožbe na skupščini ni sprejet, lahko takšno tožbo v imenu družbe vložijo delničarji, katerih skupni deleži znašajo najmanj desetino osnovnega kapitala ali nominalni znesek 100 milijonov tolarjev.

Osebe, ki vložijo tožbo, morajo deponirati delnice pri klirinško-depotni družbi, če te še niso deponirane oziroma izdane v nematerializirani obliki, ter ne smejo z njimi razpolagati do odločitve o tožbenem zahtevku, sicer se šteje, da so tožbo umaknili.

Prav tako morajo dokazati, da so bili imetniki delnic vsaj tri mesece pred dnevom zasedanja skupščine delniške družbe, ki je zavrnila njihov predlog.

Odškodninska odgovornost uprave ob stečaju podjetja

Po 19/1. členu ZFPP¹¹⁰ uprava odgovarja upnikom za škodo, ki jim je nastala, če v stečajnem postopku niso dosegli polnega poplačila terjatev iz stečajne mase, če je nad podjetjem začel stečajni postopek in če je izpolnjen eden od naslednjih pogojev:¹¹¹

¹⁰⁹ Drugače v Marijan Kocbek, Nina Plavšak & Peter Premk, *Zakon o prevzemih s komentarjem*, Gospodarski vestnik, Ljubljana (1997), str. 201, kjer se avtorja postavljata na stališče, da je treba dikcijo zakona, ki določa, da lahko vložijo tožbo manjšinski delničarji, če ni bil sprejet predlog za vložitev tožbe iz 1. odstavka 72. člena na skupščini, široko razumeti in velja tedaj, če zakoniti zastopniki družbe odškodninskega zahtevka družbe niso uveljavili.

¹¹⁰ Zakona o finančnem poslovanju podjetij (Uradni list RS, št. 54/1999 – ZFPP).

¹¹¹ Šime Ivanjko: *Finančno poslovanje po 23. januarju 2000, seminarsko gradivo*: Zakon je začel veljati v 15 dneh po objavi v Uradnem listu RS, to je 23. julija 1999. Takoj

1. če je v primeru kapitalske družbe uprava v zadnjih dveh letih pred začetkom stečaja opustila ravnanja, ki jih je bila dolžna opraviti po 10. členu (dolžnosti uprave in nadzornega sveta ob nastopu kapitalske neustreznosti podjetja);
2. če uprava v primeru iz drugega odstavka 12. člena (nelikvidnost) oziroma prvega ali tretjega odstavka 13. člena ZFPF (prezadolženost) ni predlagala oziroma ni pravočasno predlagala začetka stečaja oziroma prisilne poravnave;
3. če je uprava v roku predlagala začetek postopka prisilne poravnave, pa je bil ta postopek ustavljen, oziroma predlog za začetek stečaja zavrnjen, tako da upniki niso bili poplačani.

Šteje se, da je upnikom nastala škoda, ki je enaka višini dela terjatev, ki jih iz stečajne mase ni mogoče poplačati. Uprava ne odgovarja za škodo, če dokaže, da škoda ni nastala zaradi ravnanj uprave, temveč zaradi drugih vzrokov, ki jih uprava ni mogla preprečiti niti se izogniti njihovim škodljivim posledicam. Kadar ima uprava več članov, odgovarjajo za škodo vsi člani solidarno, posamezen član pa se lahko razbremeni odškodninske odgovornosti.

Člani nadzornega sveta solidarno odgovarjajo upnikom za škodo, ki jim je nastala, ker v stečajnem postopku niso dosegli polnega poplačila terjatev iz stečajne mase, če je nad podjetjem začet stečajni postopek in če je izpolnjen eden od pogojev, določenih z zakonom.

Položaj ustanovitelja javnega podjetja kot gospodarske družbe

Po 26. členu ZGJS¹¹² ima ustanovitelj javnega podjetja nekatere neposredno zakonsko določene pristojnosti, ki jih delničarji v delniški družbi, ki ni javno podjetje, nimajo. Tako npr. ustanovitelj določi posebne pogoje za izvajanje dejavnosti ter zagotavljanje in uporabo javnih dobrin in odloča o cenah oziroma tarifah za uporabo javnih dobrin. To je sicer pristojnost države kot regulatorja in ne kot delničarja.

23. julija 1999 so začela veljati določila zakona, ki se nanašajo na dolžnost spoštovanja poslovno-finančnih standardov in pravila poslovno-finančne stroke. Prav tako istega dne so začela veljati določila, ki se nanašajo na dolžnost spoštovanja načela likvidnega in solventnega poslovanja in zagotavljanje kapitalske ustreznosti kapitalskih družb ter načela upravljanja z likvidnostjo. Z uveljavljanjem zakona je nastopila dolžnost uprave in nadzornega sveta, da zagotovita pogoje za skrbno finančno poslovanje in spremljata ter obvladujeta tveganje.

Šestmesečni rok od uveljavitve zakona je veljal za začetek uporabe določil ZFPF, ki se nanašajo na dolžnost uprave in nadzornega sveta, da zagotovita kapitalsko ustreznost podjetja, da odpravita nelikvidnost oziroma prezadolženost z vsemi opravi in postopki, ki jih po zakonu ob kapitalski neustreznosti podjetja, nelikvidnosti oziroma prezadolženosti morajo storiti uprava in nadzorni svet ter skupščina.

¹¹² Zakon o gospodarskih javnih službah (Uradni list RS, št. 32/93 – ZGJS).

Ustanovitelj tudi, tako kot skupščina delniške družbe, sprejme poslovno poročilo, obračune in zaključni račun podjetja, tudi v primeru, da so poleg ustanovitelja še drugi delničarji, ali celo če ustanovitelj niti ni več delničar (ker je npr. država privatizirala, prodala delnice v javnem podjetju).

Po 27. členu pa direktorja imenuje in razrešuje ustanovitelj javnega podjetja¹¹³. Te ključne pristojnosti, to je imenovanja uprave v delniški družbi, javno podjetje nima, zato je njegov vpliv na direktorja bistveno manjši. Uprava javnega podjetja ne odgovarja nadzornemu svetu, ampak neposredno ustanovitelju, zaradi česar je tudi nadzorstvena moč nadzornega sveta v javnem podjetju šibkejša in s tem manj učinkovita.

¹¹³Te določbe po gramatikalni razlagi ne moremo razlagati drugače, kot da ima ustanovitelj to pristojnost, tudi če pozneje proda delnice in ni več delničar v javnem podjetju.

LITERATURA

- ANDERSON, R. C., D. S. Lee (1997): Ownership Studies: The Data Source Matters. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32.
- BAINBRIDGE, Stephen M. (1999): *Securities Law—Insider Trading*. New York, Foundation Press.
- BECHT, Marco, Alisa Roell (1999): Corporate Governance in Europe, Blockholdings in Europe. *European Economic Review* 43, 1049/1056.
- BECHT, Marco (1997): Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure, *European Corporate Governance Network, Executive Report Last Revised on 25 October, 1997*.
- BIERLY, David in John (1985): *Major Legal Systems in the World Today*, Stevens London, 3rd ed.
- BOHINC, Rado, Borut Bratina, Hilda Marija Pivka (1998): *Pravo gospodarskih družb, FDV, Ljubljana*.
- BOHINC, Rado, M. Schauer (2000): *Stellung der Organe der Aktiengesellschaft, Nach slowenischem Recht und im Rechtsvergleich, Pravni položaj uprave delniške družbe, po slovenskem pravu in primerjalno, FOWI, Wirtschaft Universität Wien*.
- BUXBAUM, Richard M.: New Owners And Old Managers: Lessons From The Socialist Camp. *Del. J. Corp. L.* 867.
- CHARNY, David (1998): The German Corporate Governance System, *Colum. Bus. L. Rev.* 145, Special Symposium Issue.
- CONSTANTINESCO, Leontin-Jean (1972): *Rechtsvergleichung: Band II – Die Rechtsvergleichende Methode II, 337-41, Universität des Saarlandes*.
- CUNNINGHAM, Lawrence A. (1999): Commonalities And Prescriptions In The Vertical Dimension Of Global Corporate Governance. *Symposium: Corporate Social Responsibility: Paradigm Or Paradox? Cornell L. Rev.* 1133.
- DALLAS, Lynne L. (1988): Two Models of Corporate Governance, Beyond Berle and Means. *22 U. Mich. J. L. Ref.* 19.
- DALLAS, Lynne L. (1996): The Relational Board: Three Theories on Corporate Boards of Directors. *22J. Corp. L.* 1, 4–8.
- DALLAS, Lynne L. (1997): The Dual Board and Board of Ombudsperson. *54 Wash. & Lee L. Rev.* 91.
- DEMSETZ, Harold, Kenneth Lehn (1985): The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, vol. 93, no. 6.
- EISENBERG, M. (1976): *The structure of corporation: A legal analysis*. New York: Little Brown.
- FAMA, Eugen F., Michael C. Jensen (1983): Agency Problems and Residual Claims. *26 J. L. & Econ.* 327.
- FAMA, Eugen F., Michael C. Jensen (1983): Separation of Ownership and Control. *26 J. L. & Econ.* 301.

- FANTO, James A. (1995): *The Transformation of French Corporate Governance And United States Institutional Investors. Symposium: Comparative Models Of Privatization, Paradigms And Politics*, 21 Brooklyn J. Int'l L. 1.
- FANTO, James A. (1996): *The Absence of Cross-Cultural Communication: SEC Mandatory Disclosure and Foreign Corporate Governance*, 17 NW. U.L. Rev. 1.
- FANTO, James A. (1998): *The Role of Corporate Law in French Corporate Governance*. 31 Corn. Intern. L. J. 1.
- GILSON, Ronald J. (1992): *The Political Ecology of Takeovers: Thoughts on Harmonizing the European Corporate Governance Environment*, 61 Fordham Law Review 161.
- GILSON, Ronald J. (1996): *Corporate Governance And Economic Efficiency: When Do Institutions Matter. Hodge O'Neal Corporate And Securities Law Symposium: Path Dependence And Comparative Corporate Governance*, Wash. U. L. Q. 327, F.
- GILSON, Ronald J. (1998): *Reflections in a Distant Mirror: Japanese Corporate Governance Through American Eyes*, Colum. Bus. L. Rev. 203, Special Symposium Issues.
- GLENDON, Robert E. Ebel et al., *Politics Before Business: A Study in Risk Analysis by a Multinational Corporation*, 11 U. Pa. J. Int'l Bus. L. 453 (1989)
- GLENDON, Mary Ann et al. (1994): *Comparative Legal Traditions*. West Nutschell Series, 2d ed.
- GOLDMAN, Alvin L. (1986): *Methods of Comparative Labor Law in the United States*. 7 Comp. Lab. L. 319, 338.
- GROSSFELD, B. (1973): *Management and Control of Marketable Share Companies*. International Encyclopedia of Comparative Law, vol. XIII, Business and Private Organizations. J.C.B. Mohr, Tubingen ; Mouton, La Haye, Paris.
- HAMILTON, W. Robert (1997): *The Law on Corporations in a Nutshell*. Fourth ed., West Group.
- HERTIG, Gerard (1998): *Corporate Governance In The United States As Seen From Europe*. Special Symposium Issue, Colum. Bus. L. R. 27-50.
- HYLAND, Richard (1986): *A Defense of Legal Writing*. 134 U. Pa. L. Rev. 599.
- IVANJKO, Šime (1994): *Podjetje in družba, Podjetje in delo*, št. 2, Gospodarski vestnik.
- IVANJKO, Šime (1996): *Organi upravljanja d.d. – sporni pojem, Odločanje o pravicah*, Pravna praksa, Ljubljana, No. 10.
- JENSEN, Michael C., William H. Meckling (1976): *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. 305.
- KÄSTNER, DORALT, NOWOTNY (1990): *Grundriß des österreichischen Gesellschaftsrechts*. 5. Auflage, Wien, Manz.

- KOCBEK, Marijan (1996): Varstvo manjšinskih delničarjev v zvezi z odškodninskimi zahtevki in zahtevami za izredne revizije, *Podjetje in delo*, št. 5–6.
- KOCBEK Marijan, Nina Plavšak & Peter Premk (1997): Zakon o prevzemih s komentarjem, *Gospodarski vestnik*, Ljubljana.
- KOSNIK, Rita D. (1987): Greenmail, A Study of Board Performance in Corporate. *Admin. Sci. Q.*, 163.
- KOZYRIS, P. John (1994): Comparative Law for the Twenty-First Century: New Horizons and New Technologies, 69 *Tul. L. Rev.* 165, 166.
- LA PORTA, Lopez-e-Silanes, Shleifer, Vishny (1996): *Law and Finance*. Harvard University, mimeo.
- MANN, Ronald J., Curtis J. Milhaupt, Hodge O'Neal Corporate and Securities Law Symposium: Path Dependence and Comparative Corporate Governance: Foreword, 74 *Wash. U. L. Q.* 317
- MACEY, Jonathan R. (1998): Italian Corporate Governance: One American' Perspective. *Colum. Bus. L. Rev.* 121, Special Symposium Issue.
- MERRYMAN, John Henry, et al., (1994): *The Civil Law Tradition: Europe, Latin America, and East Asia*. The Michie Company.
- MILHAUPT, Curtis J. (1996): A Relational Theory Of Japanese Corporate Governance: Contract, Culture, And The Rule Of Law. *J. Harv. Int'l L.J.* 3.
- MILHAUPT, Curtis J. (1997): The Market For Innovation In The United States And Japan: Venture Capital And The Comparative Corporate Governance Debate. *NW. U.L. Rev.* 865.
- MILLON, David (1998): Default Rules, Wealth Distribution, And Corporate Law Reform: Employment At Will Versus Job Security. *Pa. U., L. Rev.* 975.
- NOBEL, Peter (1999): Social Responsibility Of Corporations. *Cornell L. Rev.* 1255, Symposium.
- O'CONNOR, Marleen (1997): Organized Labor As Shareholder Activist: Building Coalitions To Promote Worker Capitalism. *A. Rich. U., L. Rev.* 1345.
- REIMANN, Mathias (1996): The End of Comparative Law as an Autonomous Subject. 11 *Tul. Eur. & Civ. L.F.* 49, 59.
- ROCK, Edward B. (1996): America's Shifting Fascination With Comparative Corporate Governance. Hodge O'Neal Corporate And Securities Law Symposium: Path Dependence And Comparative Corporate Governance, *Wash. U. L. Q.* 327, F.
- ROE, Mark J. (1990): Political and legal restrains on ownership and control of public companies, 27 *J. Fin. Econ.* 7.
- ROE, Mark J. (1993): Foundations of corporate finance, Pacification of the insurance industry, 93 *Colum. L. Rev.* 639.
- ROE, Mark J. (1993): Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States. Symposium: Economic Competitiveness And The Law, *Yale L.J.* 1927.

- ROE, Mark J. (1994), *Strong Managers, Weak Owners, The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton University Press.
- ROMANO, Roberta (1993): *A Cautionary Note on Drawing Lessons from Comparative Corporate Law*. Symposium: Economic Competitiveness And The Law, Yale L.J. 2021.
- SACCO, Rodolfo (1991): *Legal Formants: A Dynamic Approach to Comparative Law*. 39 Am. J. Comp. L. 343, 388–89.
- SCHADBACH, Kai (1998): *The Benefits Of Comparative Law: A Continental European View*. Boston University International Law Journal Fall, 16 B.U. Int'l L.J. 331.
- SCHLESINGER, Rudolph B. et al. (1988): *Comparative Law: Cases, text, materials* (5th ed.).
- SCHMITTHOFF, Clive (1997): *Principles of Company Law*, 24th ed. London.
- SHEIKH, Saleem, William Rees (1995): *Corporate Governance and Corporate Control*. Cavendish Publishing Limited, 1995.
- SINGHOF, Bernd, Oliver Seiler (1998): *Shareholder Participation in Corporate Decisionmaking under German Law, A Comparative Analysis*. 24 Brooklyn J. Int'l L. 2.
- SMITH, Douglas (1997): *A Comparative Analysis Of The Proxy Machinery In Germany, Japan, And The United States: Implications For The Political Theory Of American Corporate Finance*. U. Pitt. L. Rev. 145.
- SMITH, Thomas A. (1997): *Institutions and Entrepreneurs in American Corporate Finance*. California Law Review, January, 1997, 85 Calif. L. Rev. 1.
- VISENTINI, Gustavo (1998): *Compatibility and Competition Between European and American Corporate Governance: Which Model of Capitalism?* 23 Brooklyn J. Int'l L. 833.
- VARRALO, Gregory, Daniel A. Dreisbach: *Fundamentals of corporate governance, a Guide of Directors and Corporate Counsel*, Section of Business Law, American Bar Association.
- ZABEL, Bojan (1995): *Razmerje med večinskimi in manjšinjskimi delničarji v delniški družbi*. Podjetje in delo, Gospodarski vestnik, No. 5–6.
- ZWEIGERT, Konrad, Hein Kötz (1987): *An Introduction To Comparative Law* 6 (T. Weir trans., 2d ed.), Oxford.