
Damir
OSTOVIĆ

PRIVATIZACIJSKI
INVESTICIJSKI FONDOVI
I PROBLEMI
KORPORACIJSKOG
UPRAVLJANJA

Cilj ovoga rada je analiza posljedica djelovanja investicijskih fondova u masovnim privatizacijskim programima na korporacijsko upravljanje. Kako bi se ovaj problem osvijetlio sa svih strana, potrebno je vidjeti kako bi se slični programi odvijali bez sudjelovanja investicijskih fondova te kakve posljedice na korporacijsko upravljanje ostavljaju druge privatizacijske metode: prodaja stranim strateškim ulagačima, sudjelovanje u privatizaciji uprava i zaposlenih u raznim oblicima MEBO/MBO/MBI,¹ te preuzimanje tvrtka od banaka pretvaranjem potraživanja u ulog.

Programi masovnih privatizacija uz pomoć posebno emitiranih papira - vaučera, kupona ili certifikata - pojavili su se početkom devedesetih u tranzicijskim zemljama Srednje i Istočne Europe kao posljedica dviju pretpostavki: one o terapijskom djelovanju privatizacije te dominantnom šokterapijskom vjerovanju da se ponor ne može rijeći u dva koraka. Sveobuhvatna i brza promjena vlasništva identificirala se s reformom samom, dok se na metode gledalo više kao na tehničko pitanje, pri čemu je privlačnost rasla razmjerno brzini provedbe. Držalo se da će puka promjena titulara vlasništva unijeti nužni kvantum motivacije, zaoštriti disciplinu i poboljšati korporacijsko upravljanje.²

Budući da u tranzicijskim zemljama Srednje i Istočne Europe nije bilo dosta domaće štednje koja bi u razmjerno kratkom vremenu kupila imovinu koju je trebalo što prije privatizirati te kako je interes stranih ulagača - što zbog opreza, što zbog slabog poznavanja tržišta, ili pak prevelike ponude - bio upitan, logičan izlaz pronađen je u jednom obliku nacionalne lutrije s krajnjim ciljem poboljšavanja nacionalnog gospodarstva.

Bila je riječ o privatizacijskom modelu koji nije bio poznat u zemljama Zapadne Europe, Latinske Amerike i Azije, koje su svoje programe započele tijekom osamdesetih i koji su se svodili na pažljivu pripremu pojedinih

tvrtka te prodaju slučaj po slučaj, bilo strateškom ulagaču ili velikoj masi portfeljnih investitora, od pojedinaca do impersonalnih investicijskih fondova. Zbog presedana u korporativnoj praksi novi je model nazvan neortodoksnim.³

Sve su tranzicijske zemlje u većoj ili manjoj mjeri iskušale neortodoksnu metodu; Hrvatska se dugo opirala, preferirajući ortodokсне metode prodaje i rabeći jedan surogat podjele u vrlo benevolentnom odnosu prema kupcima koji nisu izvršavali svoje ugovorne obveze, posebice ako je bila riječ o tzv. malim dioničarima, a dosljedne su ostale jedino Mađarska i Njemačka privatizaciju čijeg istočnog dijela više nitko ni ne pamti.

Masovne privatizacije nisu ostavile pozitivne ekonomske posljedice. Sudeći prema posljednjim radovima koji su imali prilike analizirati višegodišnje postprivatizacijsko iskustvo,⁴ bilo je uopće bizarno očekivati da bi jedan amaterski eksperiment mogao konkurirati uhodanoj praksi investicijskih banaka koja se brusila stoljećima. I u nas su sve donedavno bile žive rasprave u stručnoj javnosti o uporabi raznih privatizacijskih modela te je jedan dio domaćih ekonomista zagovarao brzu podjelu dionica. U međunarodnoj privatizacijskoj stručnoj javnosti takve su rasprave nakon 1993. – kad je konačno postalo jasno da odabir metode ima druge implikacije osim brzine provedbe te da je od privatizacije same važnije kako se s privatiziranim upravlja – bile čisti anakronizam, pa bih domaće rasprave, koje su se pojavljivale još dobre dvije do tri godine, mogao opravdati svojevršnim izolacionističkim autizmom.

Naivni optimizam s početka devedesetih ipak je razmjerno brzo uvidio nedostatke besplatne podjele: ona nije mogla dovesti do odlučivog, “odgovornog” vlasnika, a velika masa atomiziranih dioničara s beznačajnim pojedinačnim udjelima nije mogla uspostaviti institucije korporacijskog nadzora. Zato je vrlo rano, u sklopu prvog masovnoprivatizacijskog programa – onog češko-slovačkog – rođena ideja da pojedinačne dioničke pakete treba ujediniti s pomoću posebnih institucija tržišta kapitala za koje se očekivalo da će nametnuti korporacijsko upravljanje i biti katalizator, ako već ne nositelj restrukturiranja.

Institucije su nazvane investicijskim fondovima i dizajnirane su po uzoru na investicijske fondove s razvijenih tržišta.

Međutim, tu svaka sličnost prestaje, jer su okolnosti bile bitno drukčije. Svijest o tome dozrijevala je nešto sporije, pa su se sukladno mijenjale legislativa i regulativa, tako da više nije bilo riječi o investicijskim fondovima kao pasivnim portfeljnim investitorima, već hibridima između

investicijskog fonda i holding-društva koji su se nazivali privatizacijskim investicijskim fondovima, nacionalnim investicijskim fondovima i sl.

O čemu je zapravo riječ? Razvijena zapadna praksa, pogotovo na dozrelim tržištima Sjedinjenih Američkih Država ili Velike Britanije poznaje dva oprečna mehanizma: klasične investicijske fondove (mutual funds, unit trusts) i venture capital fondove koji djeluju po uzoru na holding-društva te imaju mnogo višu razinu specifično industrijske aktivnosti. Pasivni, klasični investicijski fondovi financijske su institucije tržišta kapitala kojima je cilj minimalizirati rizik za svoje ulagače maksimalnom diverzifikacijom portfelja, odnosno ulaganjem relativno malih udjela u velik broj poduzeća. Investicijski fondovi se ne bave upravljanjem, čak ni u smislu kontrolora tijekom financijskog poslovanja tvrtka. Maksimalni dopušteni stupanj aktivnosti definiran je “pravilom Wall Streeta” o glasovanju nogama. Izlazak iz investicije pretpostavljen je glasu na skupštini. Međutim, investicijski fondovi imaju pravo ulagati samo u vrijednosne papire koji su likvidni, dakle one kojima se trguje javno, kojima se u svakom trenutku zna cijena i koji se u svako doba mogu prodati.⁵ U tranzicijskim zemljama Srednje i Istočne Europe takve se tvrtke mogu nabrojiti na prste i svakako predstavljaju zanemarljivu manjinu u masi privatiziranih entiteta.

Holding društva potpuno su suprotna pasivnosti institucionalnih investitora. Ona drže većinske pakete te u velikoj mjeri participiraju u kapitalnom dobitku, odnosno dodanoj vrijednosti koja je posljedicom restrukturiranja i razvoja.

“Vaučerski investicijski fondovi bili su zamišljeni od postsocijalističkih reformatora kao mješavina investicijskih fondova i holding društava, himera koja nema izravnog pandana u razvijenim tržišnim ekonomijama.”⁶

To je uglavnom točno za većinu reguliranih nacionalnih sustava, međutim, dihotomija investicijski fond/holding-društvo nije više tako oštra. Naime, postoji čitav niz fondova, posebice venture capital off shore fondova koji preuzimaju veće pakete u rizičnijim i manje likvidnim investicijama, nadajući se velikom porastu vrijednosti. No, oni ipak nisu holding-društva, nego su investicijski fondovi, vođeni od fond-menadžera, a ne industrijskog specijalista iz branše te se sa stajališta nadzora investicije uglavnom šlepaju uz strateške ulagače koji su ujedno ulagači u fond te kojima fond nudi prava su-ulaganja i zapravo i sufinancira njihovo djelovanje na čijoj dodanoj vrijednosti sam participira.⁷ Osnivaju se off shore iz poreznih razloga, ali i zbog toga što nacionalni regulatori (komisije za vrijedno-

snice) uglavnom zaziru od hibridnih, rizičnih formi. Tako je u većini zemalja ulaganje u dionice s pravom glasa pojedinog izdavatelja strogo ograničeno, na 5, 10 ili u iznimnim slučajevima 20 posto.

Istovjetna ograničenja bila su donesena i za većinu vaučerskih fondova u tranzicijskim zemljama, kao da je riječ o klasičnim investicijskim fondovima, što se često moralo mijenjati u hodu, budući da su vaučerski fondovi zamišljeni, između ostaloga, i kao "agenti restrukturiranja".

Već sam govorio zašto kuponski fondovi ne mogu djelovati na način na koji investicijski fondovi djeluju na razvijenim tržištima. Za većinu dionica koje su stekli u dražbama nema realne potražnje na realnom tržištu. Budući da nemaju kupca, drže ih u portfelju, dok su imateljima kupona izdali vlastite dionice, redovito još manje likvidne od dionica poduzeća iz portfelja. Ako smo osamdesetih godina imali pojam "junk bonds", ovu imovinu najbolje opisuje ime "junk shares", jer je riječ o dionicama koje nisu likvidne (utržive) ni po kojoj cijeni.

No, zašto privatizacijski fondovi ne mogu poslovati poput holding-društava, odnosno venture capital fondova?

Iskustvo drugih zemalja govori da je razloga nekoliko i da su vrlo ozbiljni. Oni koji poznaju hrvatsku regulativu, lako će zamijetiti koje smo od tih teškoća pokušali prevladati.

Za razliku od klasičnog holding-društva koje drži upravljačke većine u poduzećima u koje je uložilo⁸ te stoga ima izravne koristi od poboljšanja rentabilnosti i profitabilnosti što, dakako, povratno stimulira investicije u samu tvrtku i restrukturiranje, kuponski investicijski fond u većini zemalja može posjedovati 20 posto ili u najboljem slučaju 30 posto dionica pojedinog izdatnika. Zato se ne može ni očekivati da fond-menadžeri posvete vrijeme i ulože velike napore i sredstva kako bi restrukturirali kompaniju, pri čemu bi 70–80 posto dodane vrijednosti od takve operacije išlo drugim dioničarima, neovisnim o investicijskom fondu.⁹ Jasno je da regulativa koja onemogućuje vaučerskom fondu preuzimanje dominantnih vlasničkih pozicija uništava ono malo motivacije za skupo i vremeniski zahtjevno restrukturiranje.

Druga prepreka restrukturiranju poduzeća iz portfelja proizlazi iz interesa društva za upravljanje koji nije istovjetan interesu fonda, odnosno njegovih dioničara – imatelja vaučera, kupona ili certifikata.

Naime, društvo za upravljanje nije vlasnik fonda, već njime upravlja u ime dioničara koji su mu povjerali svoje investicijske papire. Dioničar fonda izrazito je zainteresiran za kvalitetu portfelja, jer je njezin krajnji ishod cijena

dionice, odnosno udjela u fondu. Drugog interesa dioničar fonda nema. No on je pojedinac, obično slabo naobražen i potpuno zbunjen mistikom investicijskog bankarstva, baratanja fluidnim vrijednostima velikih amplituda. Analogno društvima za upravljanje razvijenih tržišta, tranzicijske zemlje također su definirale naknadu za upravljanje fondom kao fiksni postotak neto imovinske vrijednosti fonda te ih redovito nisu vezale uz profit ili porast vrijednosti portfelja. To se pokazalo potpuno neprimjenjivim kod nelikvidnih portfelja kakvi su bili dostupni u programima kuponskih masovnih privatizacija.

Naime, prva upitna kategorija jest “neto imovinska vrijednost”. Kod klasičnih investicijskih fondova to je vrlo izvjesna veličina, koja oscilira ovisno o konjunkturi na tržištu i umješnosti društva za upravljanje. Fond prikuplja gotovinska sredstva u odnosu na koja je lako odrediti fiksni postotak. Kasnije ulaže isključivo u vrijednosne papire cijena kojih je poznata u svakom trenutku, gotovo 24 sata na dan. U takvom okružju naknada za uspješnost (success fee) služi tek kao blagi korektiv motivacije fond-menadžera.¹⁰

Međutim, tranzicijski fondovi prikupili su ne gotovinu nego prava u obliku vaučera, certifikata ili kupona čija je likvidnost izravna derivacija imovine koja se za njih mogla dobiti. U nekim zemljama (Slovenija, Latvija, Rusija) ta imovina nije bila ponuđena odjednom, već se otpuštala u tranšama. Dionicama o kojima je riječ uglavnom se nikad nije trgovalo, ili se to pak činilo vrlo rijetko. U najboljem slučaju bile su predmetom (pokušaja) strateškog preuzimanja, što su bitno različiti motivi od portfeljnog ulaganja. Kako se onda može odrediti “neto imovinska vrijednost”? O odgovoru nema nikakve dvojbe: ne može se sa sigurnošću odrediti!

Ali društvo za upravljanje mora obračunavati fiksnu godišnju naknadu, jer mu je tako propisao zakon. Dakako, zainteresirano je za što veću “neto imovinsku vrijednost”. Hoće li u tom slučaju pokušati poboljšati vrijednost portfelja? Jasno je da neće. Vrijednosti u smislu provjerljive veličine ionako nema. Međutim, tu društva za upravljanje imaju saveznika. Megalomanija korporacijskih uprava i državnih tijela zaduženih za provedbu privatizacije već je definirala “vrijednosti” bivših državnih poduzeća, puno iznad iznosa koje bi bilo tko bio spreman platiti na tržištu. Stoga društva za upravljanje imaju puni legitimitet uzimanja naknada koje su potpuno odvojene od rezultata njihova djelovanja i vrijednosti imovine kojom upravljaju. Tko na kraju plaća račun? Dakako, dioničari koji su povjerali svoje vaučere, certifikate ili kupone.

Kako to izgleda u praksi? Zamislite portfelj “neto imovinske vrijednosti” 100 i zakonitu godišnju fiksnu naknadu za upravljanje od 2 posto, koja se isplaćuje u gotovini. Kako bi na kraju prve godine društvo sebi isplatilo naknadu od 2 posto mora doći do gotovine i u tu svrhu prodaje dio imovine – vrijednosnih papira iz portfelja. Budući da je u odnosu na tržišne cijene portfelj precijenjen barem pet puta, ne prodaje se 2 posto imovine fonda nego otprilike 10 posto. Netko bi rekao da je nova “neto imovinska vrijednost” 90. No, ona je i u tako napuhanim nominalnim terminima još manja, budući da se moglo prodati samo ono što ima minimum likvidnosti, dakle bolji dio portfelja – time je “neto imovinska vrijednost” 70-80. Nije teško izračunati da će biti potrebno nekoliko godina da fond ode u stečaj, bez obzira na to što će u idućim godinama 2-postotna naknada biti sve manja u apsolutnim iznosima.¹¹

Međutim, interes društava za upravljanje ne iscrpljuje se u zelenaškoj fiksnoj naknadi. Kao što se pokazalo u Češkoj i Rusiji, fond-menadžeri našli su druge izvore prihoda i društvene moći koji su ih još više udaljili od pomisli na “restrukturiranje”. Jedan od njih vrlo je poznat i u Hrvatskoj gdje je donedavno bio dominantnim izvorom zarade za “odličnike” – naknade za članstvo u nadzornim odborima.¹²

U Češkoj je vrlo popularna metoda zarade fond-menadžera na račun dioničara bilo “tunelarenje”, odnosno odljev imovine iz portfelja i otuđenje prihoda stečenog temeljem takve trgovine. Tehnički, to se najčešće provodilo zamjenom dionica s drugim fondovima po izrazito nefer paritetu, prodaji po ispodtržišnim cijenama pri čemu se veći dio novca uplaćuje drugdje, naplaćivanjem visokih provizija pri trgovanju (broker je u tom slučaju povezana osoba fond-menadžeru), ili pak ulaganjem prodajom stečene gotovine u vrijednosne papire izdane od povezanih osoba, osobito u inozemstvo. Posljedica svih tih inventivnih “tehnika” je pretvorba fonda u praznu bezvrijednu ljušku.

Ograničenje ulaganja (plafon dionica s pravom glasa pojedinog izdatnika) i fiksna naknada kao postotak od “neto imovinske vrijednosti” pokazali su se ne samo kao prepreke restrukturiranju već i kao katalizatori potpuno suprotnog ponašanja. Primjerice, jedan od najkorisnijih izlaza iz nelikvidne investicije – i za dioničare fonda i za poduzeće koje je u portfelju – bila bi prodaja strateškom ulagaču. Međutim, fond-menadžer koji bere fiksnu naknadu za upravljanje fondom i sjedi u nadzornom odboru poduzeća spriječit će takvu prodaju jer bi izgubio oba izvora

prihoda, a gotovina dobivena prodajom bila bi puno manja od inflacioniranog dioničkog doprinosa “neto imovinskoj vrijednosti” i bila bi transparentnom imovinom dioničara fonda.¹³

Fondovi koji su nastajali “odozdo”,¹⁴ marketinškom akcijom društva za upravljanje koje je željelo pokrenuti posao i počelo prikupljati kupone pojedinačnih imatelja, imali su dodatnu teškoću financijske naravi.¹⁵ Naime, sredstva potrebna za pokretanje fonda osigurali su ili osnivači društva za upravljanje, ili su pribavljena uz pomoć zajma, te su ubrzo potrošena na osoblje, prikupljanje kupona, najam prostora, oglašavanje i opremu. Osobito visoki su troškovi oglašavanja i akvizitera na terenu, budući da se svaki fond želio profilirati i naglasiti svoje posebnosti u općem stampedu na kupone građana. Ti troškovi su u pravilu ostajali kao dug koji se što prije morao naplatiti na teret stečene imovine. Stoga je strategija investicijskih fondova bila deinvestiranje ili izvlačenje sredstava iz imovine u portfelju, odnosno stečenih poduzeća. Kapital za restrukturiranje posljednje je što se može očekivati od kuponskih fondova.¹⁶

Jedan od ekonomskih ciljeva masovnih privatizacija s pomoću investicijskih fondova bio je razvoj tržišta kapitala. Međutim, ni taj cilj u većini zemalja nije ni približno dostignut. Naime, dekapitalizacija portfelja i visoki troškovi upravljanja redovito su uklanjali i samu pomisao na bilo kakvu dividendu, što je velikoj masi kuponskih ulagača prikazalo tržište kapitala u vrlo ružnom svjetlu. Nadalje, vrijednost se s godinama uglavnom gubila (erodirala je), a ako su bili uvršteni na burze, razlozi o kojima sam već govorio (fetiš lažne “neto imovinske vrijednosti” i fiksne postotne naknade te članstvo u nadzornim odborima i pripadna naknada predstavnicima fondova) stvarali su situaciju velike tržišne kapitalizacije bez ikakve likvidnosti, jer se nije trgovalo, osim “sa strane”, protiv interesa dioničara fondova. Dakle, transparentne tržišne transakcije ne samo da nisu stimulirane nego su i sprečavane.

Ako korporacijsko upravljanje definiramo kao pokušaj odgovora na pitanje koje su nadzorne strukture potrebne da bi se zaštitio interes vlasnika kapitala¹⁷ te ako uzmemo u obzir praksu postkomunističkog paratiziranja nespuntanih uprava koje izrazito štete interesu vlasnika kapitala, trebamo vidjeti jesu li investicijski fondovi kao instrumenti privatizacije uspjeli pridonijeti boljem korporacijskom upravljanju. Na žalost, to redovito nije bio slučaj. Uprave djelomice privatiziranih i privatiziranih poduzeća shvaćale su svoj položaj poput sinekure; uključivanje investicijskih fondova nije pridonijelo financijskoj disciplini, niti prom-

jeni “paradigme rentijerske sinekure”, već se starom rentijeru (menadžeru poduzeća) pridružio novi (fond-menadžer). Oba su bila sklona i u mogućnosti uzimati visoke “kapitalističke” naknade i bonuse, no bez potrebe da ih opravdaju razmjernim rezultatima. Interes vlasnika kapitala bio je i ostao višestruko ugrožen.

Uzroci takvom razvoju događaja mogli bi se podijeliti na strukturno-objektivne i legislativno-regulativne. Strukturno-objektivni vezani su uz prosječno lošu kvalitetu poduzeća koja se nude u programima masovnih privatizacija, slabom raspoloživom potencijalu kvalificiranih upravitelja poduzeća i investicijskih fondova te visokim troškovima bilo kojeg sveobuhvatnog restrukturiranja. Legislativno-regulativni dijagnosticirani su u pogrešnom shvaćanju kuponskih fondova kao portfeljnih ulagača (limiti ulaganja i fiksna naknada kao postotak neto imovinske vrijednosti) gotovo istovjetnih financijskim institucijama razvijenih tržišta kapitala. Prvu skupinu uzroka hrvatski model nužno dijeli s ostalim tranzicijskim zemljama koje su slične programe već provele i u kojima su posljedice bile prilično loše. Drugu skupinu uzroka koja u konačnici rezultira rentijerskim parazitiranjem i otporom bilo kakvom restrukturiranju hrvatski je zakonodavac pokušao prevladati uklanjanjem dokazano štetnih odredbi. Hoće li u tome uspjeti, pokazat će iduće godine, što će ponajprije ovisiti o sposobnosti nadzora Komisije za vrijednosne papire.

Međutim, što su alternative masovnih, kuponskih privatizacija? Kakvom kvalitetom korporativnog upravljanja rezultiraju druge privatizacijske metode, od kojih je većina već primijenjena i u Hrvatskoj.

Banke kao vlasnici i čimbenici restrukturiranja

U tranzicijskim zemljama Srednje i Istočne Europe bilo je dosta riječi o restrukturiranju pod vodstvom banaka. Takvo se restrukturiranje sastoji od pet dijelova (elemenata). Prvo, koristeći svoj položaj vjerovnika, banke bi trebale podijeliti poduzeća u tri grupe: potpuno održive tvrtke, tvrtke koje su održive uz određeni otpis duga te tvrtke ili dijelovi tvrtki koje uopće nisu održive. Drugo, za srednju se skupinu poduzeća očekuje da će banke raditi s upravama na planovima restrukturiranja i na osnovi takvih planova otpisati dugove. Treće, očekuje se da će banke poduzeti pravne korake protiv nedjelatnih zajmova neodrživih tvrtka, pokrećući procese stečaja i likvidacije. Četvrto, za potpuno održive tvrtke i one koje nakon restrukturiranja i otpisa dugova takvima postanu očekuje se da će banke osigurati zajmove kako bi financirale nova ulaganja koja su

potrebna kao ključni dio fizičko-tehnološkog restrukturiranja. Peto, za banke se očekuje da će sjediti u nadzornim odborima i pomagati u uspostavi korporacijskog upravljanja.

Iskustvo je pokazalo da su banke obavile ovu zadaću u vrlo ograničenom opsegu. Aktivno uključivanje banaka u korporativno upravljanje i istodobno financiranje daljnjeg restrukturiranja više je iznimka nego pravilo. No, čak su i u ranim stupnjevima restrukturiranja banke manje aktivne no što se očekivalo. Također je dvojben interes banaka da radikalno zatvore potraživanja od neodrživih tvrtka, svojih loših dužnika. Kad banke vide da će u slučaju stečaja ili likvidacije imati gubitak, rado pristaju na programe restrukturiranja bez obzira na vlastite poglede o dugoročnoj održivosti takvih operacija. Jedino što bolje banke čine jest uskrata daljnjeg kreditiranja gubitaka, osim pod izravnim nalogom vlade. Budući da je zaustavljeno fiskalno meko financiranje, za neodržive tvrtke je vjerojatnije polagano skapanje nego brza egzekucija.

“Restrukturiranje poduzeća od restrukturiranih banaka bolje se postiže pravom da se kaže 'ne' lošem dužniku od neovisne uprave nego kroz pritisak da se kaže 'da' takvom pozajmljivaču. 'Ne'- pristup redovito pokreće disciplinu i restrukturiranje poduzeća među dužnicima. Pritisak da bi se reklo 'da' često povećava i pogoršava bančine rizike. Što je loš dužnik bliži banci, pogotovo ako je banka ujedno vlasnički dioničar dužnika, veći je rizik potencijalnog pritiska dužnika i same vlade za daljnjim pozajmicama”.¹⁸

Ne iznenađuje ni to da su banke u ulozi restruktoratora podbacile. To nije njihova temeljna djelatnost, a nedostaje im sredstava i znanja. Tražiti od banke da sudjeluje u restrukturiranju poduzeća znači odvratiti je od njezine temeljne djelatnosti, a to je posuđivanje najjačim klijentima umjesto bavljenja najslabijima.

Banke su u tranzicijskim zemljama postale jedna od češćih vlasničkih grupacija, bilo pretvaranjem potraživanja u ulog ili osnivanjem investicijskih fondova masovne privatizacije. Međutim, ta operacija nije imala pozitivne posljedice za korporacijsko upravljanje.

“Kako bismo postigli prva tri cilja privatizacije, nova i **učinkovita uprava**¹⁹ je neizbježna. Jedna od alternativa je privatizacija putem javne ponude, ali takva metoda osigurava dobru upravu samo ako je ona već postojala, što je rijetko slučaj. Stoga je u cilju osiguranja učinkovite uprave dolazak snažnog, **novog većinskog vlasnika** ili zdravog strateškog partnera najpreporučljivije rješenje.”²⁰

Među loše mjere ili “lažne prijatelje” u sanaciji banka i restrukturiranju poduzeća ubrajaju se i pretvaranja potraživanja u ulog, i to zbog kumulativa rizika te međunarodnog iskustva koje kaže da se bankari nisu pokazali kao dobri poduzetnici ili upravljači u drugim gospodarskim sektorima. “Također, kad banka ima vlasnički udio u tvrtki kojoj pozajmljuje novac, izlaže se strahovitom pritisku da poveća opseg zajmova, čak i u situaciji kad je dužnik jednako loš ili još lošiji nego ranije”.²¹

Zagovornici anglosaksonskog modela investicijskog bankarstva koji drže da je univerzalno bankarstvo samo po sebi konflikt interesa, smatraju da je kontinentalno-europski koncept odgovoran za većinu spomenutih teškoća. Međutim, komparativna analiza glavnih gospodarskih stilova (kontinentalna Europa s dominantnim njemačkim modelom, anglosaksonski model i azijski model koji je dosljedno razvijen u Japanu) ne potvrđuje tu tezu. “Povezano regulativno pitanje jest bi li nadzorna tijela trebala ograničiti aktivno sudjelovanje banaka na tržištu vrijednosnih papira kako bi se ograničio rizik. Argument za dopuštanje bankama da drže vlasničke udjele u nefinancijskim tvrtkama jest da tranzicijske ekonomije trebaju koncentraciju vlasništva kako bi se osiguralo korporacijsko upravljanje koje bi inače bilo nedostupno u disperznoj dioničarskoj bazi te da u tome banke igraju važnu ulogu. Argument protiv jest da se banke mogu destabilizirati oštrim padom tržišta kapitala. Zapravo, gledajući iskustvo raznih zemalja u velikom vremenskom razdoblju, ne postoji nikakva povezanost između univerzalnog bankarstva i stabilnosti financijskog sustava. Kad je makroekonomija stabilna, a financijska tržišta dobro regulirana, dopustiti bankama da uđu u posao s vrijednosnim papirima te da drže korporacijske vrijednosne papire kao kolateral ne predstavlja prijetnju financijskoj stabilnosti. No, ako takvi uvjeti izostanu, snažan je argument za ograničavanje sudjelovanja banaka na tržištima kapitala kako bi se spriječilo prelijevanje sloma burza na bankarski sustav i destabilizacija realne ekonomije.”²²

Financijsko-industrijske grupacije, kakve su se osobito razmahale u Rusiji, sa spletom više ili manje nepronichnih interesa, potpuno su pervertirale ideju banaka kao aktivnih čimbenika restrukturiranja, ideju za koju se činilo da godinama dobro funkcionira u zemljama poput Njemačke ili Japana. Međutim, korektivna uloga kreditora koji vrlo blisko surađuje sa svojim dužnikom te zna njegove dobre i loše strane, moguća je samo u okruženju koje ima rezonanciju finog pritiska tržišnih sila te se može jednako uspješno ili neuspješno presaditi kao i utjecaj tržišta kapitala na

korporacijsko upravljanje. Oba koncepta proizvod su neprekinutih višestoljetnih tradicija u kojima je odgovorno ponašanje pitanje opstanka i time rezultat dugoročnog izbora. Naprotiv, prostori na kojima se smjenjuju ratovi, revolucije i promjene granica boluju od makabrističkog sindroma sad i ovdje koji vjeruje da smo i na kratak rok svi ionako mrtvi.

Korporacijska kontrola iznutra – otkup dionica od zaposlenih i uprava

Otkup poduzeća od uprave i zaposlenih (MEBO, management and employee buyout) jest oblik privatizacije u kojem potpuni nadzor – i izvršni i vlasnički – preuzimaju insidéri i ne dijele ga niti s jednim vanjskim čimbenikom. Takve privatizacije karakteristične su za mala i srednja poduzeća (do 500 zaposlenih) i samo se u iznimnim slučajevima javljaju u vrlo velikih poduzeća. Ovaj oblik privatizacije i njegove inačice (mnogo češći MBO, otkup od uprave, te EBO/WBO, employee buyout, odnosno workers buyout, ili otkup od zaposlenih, često pod pokroviteljstvom sindikata) nastao je na Zapadu i prakticiran je mnogo puta, tako da je o njemu u trenutku pokretanja tranzicijskog procesa postojalo veliko iskustvo. U literaturi MEBO je percipiran kao pokušaj prevladavanja dihotomije vlasništva i nadzora. Naime, disperzna dioničarska baza velikih korporacija “odvojila je vlasništvo od nadzora” i stvorila sustav “moći bez vlasništva”²³ koji se u doba popularnosti teorije konvergencije sustava uspoređivao s društvenim vlasništvom socijalističkih zemalja. Stoga je tijekom osamdesetih godina u Sjedinjenim Američkim Državama bio raširen pokret “privatizacije”²⁴ javnih korporacija – i to javnih u smislu da se njihovim dionicama trgovalo javno na uređenim tržištima te da su imale široku bazu uglavnom financijskih (portfeljnih) dioničara. Privatizacija se obavljala u postupku otkupa s pomoću poluge (LBO, leveraged buyout)²⁵ i sastojala u koncentraciji vlasništva u rukama uprava i ponekad ostalih zaposlenika bez izvršne moći. LBO je otkup poduzeća pri čemu je kupnja uglavnom financirana s pomoću “poluge” zajmova utemeljenih na imovini i budućim prihodima poduzeća koje se otkupljuje. Takve su transakcije često uključivale dug u obliku loših obveznica (junk bonds). Spomenuta “poluga” vrlo je rizična struktura koja multiplicira profite, ali i gubitke, tako da su vlasničke uprave bile izrazito zainteresirane za brzo i radikalno restrukturiranje. Upravo iz tog razloga, otkup poduzeća od uprava (i ostalih zaposlenika) uz uporabu “poluge” duga percipiran je na početku tranzicije kao najbolji zapadni recept za bivše komunističke zemlje. Nije

bilo kapitala i dug je bio nuždan instrument otkupa, a restrukturiranje je bilo toliko poželjno.

Da bi se uspostavila vjerodostojna paralela s masovnim potrebama tranzicijskih zemalja, autori su tvrdili da je riječ o dobrom “alternativnom modelu” u situaciji slabog interesa stranih strateških ulagača i neizvjesnosti dotad netestiranog modela vaučerske privatizacije. Tako se tvrdilo da je “samo 1988. oko 5 posto cjelokupnog američkog tržišta kapitala nestalo kroz privatizaciju ukupno vrijednu 130 milijardi USD”, te da je “na stotine transakcija bilo organizirano simultano” što “ne bi mogla obaviti bilo kakva centralizirana privatizacijska agencija” i što je “potpuno usporedivo sa zadaćama s kakvima se suočavaju postsocijalističke zemlje.”²⁶

Sedam-osam godina poslije možemo vidjeti da je ovakav optimizam bio potpuno neutemeljen. Institucionalno i financijsko okruženje tranzicijskih zemalja bilo je toliko drukčije da prije izgradnje čvrste zakonodavne i institucionalne infrastrukture niti jedna od sofisticiranih zapadnih tehnika nije mogla biti uspješno presađena. Identičan tip otklona faktičkog od normativnog vidjeli smo i pri razmatranju uloge tržišta kapitala te banaka kao vlasnika.

Ne iznenađuje što je MEBO stekao veliku popularnost i visok stupanj legitimiteta u tranzicijskim zemljama, jer se u njihovim javnostima činilo da odgovara zahtjevima pravednosti. Time je implicitno odgovoreno na pitanje: tko je vlasnik državne, odnosno društvene imovine? MEBO je percipiran kao legalizacija stečenih prava i više-manje odgovarajuća registracija “internih vlasnika” koji su imovinu “stvarali”. U desetogodišnjoj povijesti privatizacijskog pokreta postsocijalizma na ovo pitanje dana su samo dva različita odgovora koja su odredila dominantne privatizacijske metode. Vlasnici, odnosno tvorci imovine koja se privatizirala su zaposleni (kojima se pridružuje velik niz njihovih prethodnika, bivših zaposlenih), ili pak svi građani. Prvi odgovor dao je svjetonazorski legitimitet MEBO privatizaciji (pod koju se može podvesti i dobar dio hrvatske pretvorbe), a drugi je utemeljio masovne vaučerske (kuponске) privatizacije u kojima su ravnopravno sudjelovali ostali građani koji nisu imali neposredne veze s imovinom koja se privatizira. Prvo vjerovanje bilo je raširenije u zemljama s tradicijom samoupravnog socijalizma (Hrvatska, Slovenija, Makedonija) te u zemljama u kojima je dominantna politička moć imala sindikalne korijene (Poljska); drugo vjerovanje implicitno je poimalo da je raditi u nekom (dobrom) poduzeću bila povlastica koju se ne smije još dodatno ojačati, pa treba drukčije preraspodijeliti karte i izravnati teren za igru (Češka). Zapažena je i kombinacija

tih dvaju vjerovanja koja je zapravo nastala kao kompromis zahtjeva za raskidom s tradicijom te jakih i dobro organiziranih interesnih skupina u samim poduzećima (ruska masovna privatizacija koja je završila s dominantnom kontrolom insidera).

Zbog specifičnih okolnosti u dvije su zemlje ponuđeni drukčiji odgovori, no oni nisu odražavali prevladavajuća lokalna vjerovanja, već stav vlade, bilo stoga što je imala snažnu poziciju, ili je tako odlučila pod pritiskom nužde. U Mađarskoj je nakon 1993. nastupila radikalna i aktivna potraga za strateškim stranim ulagačima, jer je zemlja bila u teškoj dužničkoj krizi. Odgovor na pitanje “čija je imovina koja se privatizira” otprilike bi glasilo: ona pripada svim građanima, ali je pod hipotekom. Treba je prodati da bi se buduće generacije riješile tereta obveza. U istočnom dijelu tek ujedinjene Njemačke Vlada je dala vrlo jasan odgovor: priznali smo vaš bezvrijedan novac, dali smo vam mirovine koje niste zaslužili, a imovina je tek djelomična odšteta, o njezinoj sudbini nemate nikakva prava glasa. Ako smo spremni pratiti nekoliko tisuća pažljivo pripremljenih MBO-a, to je zato što smatramo da će tako tvrtke prosperirati, a ne zato što mislimo da postoje stečena prava koja treba poštovati. Nikakva besplatna podjela ne dolazi u obzir, jer ne može dovesti do odgovornog vlasnika.

Na početku treba razjasniti je li u zemljama koje su stimulirale ulazak zaposlenih u vlasništvo ideja “legalizacije stečenih prava” potpuno zasjenila potrebu za poboljšanjem korporacijskog upravljanja. Dakako, nije, ali se o tome nije raspravljalo kritički. Kad su vlade i međunarodni teoretičari branili MEBO koncept kao optimalni put prelaska iz socijalizma u tržišno gospodarstvo, upravo su imali u vidu “povezivanje vlasništva i napora” koje je trebalo ukinuti svako proturječje rada i kapitala te stvoriti gotovo beskonfliktni oblik upravljanja. Naime, krenuvši u privatizacijski projekt, zemlje su imale četiri moguća izbora: (i) zadržati državno vlasništvo i nastaviti tražiti strateške strane ulagače, (ii) besplatno podijeliti imovinu svim građanima, (iii) prodati insiderima preko MEBO-a, ili (iv) likvidirati tvrtke.

Posljednji izbor bio je u pravilu politički neprihvatljiv. Bez obzira na to što je mogla biti riječ o masovnom pokretu gubitaka koji su zagušili bankarski sustav i erodirali supstanciju, nije se moglo poslati radnike na ulicu, a da im se ne pruži mogućnost da sami upravljaju tvrtkom. Međutim, ako se privatizacijske vlasti odluče za MEBO tek kad vide da drugih kupaca nema na obzoru, privatizacija će doći prekasno i tvrtka će se otklizati u stečaj. U naj-

boljoj maniri šokterapijskog skoka preko ponora u jednom koraku, brzina se smatrala ključnom varijablom, a vrijeme (čekanje) poimalo kao veličina s razornim djelovanjem.

Ovaj stav sadrži nekoliko “neupitnih istina” koje je današnje iskustvo itekako dovelo u pitanje:

1. Privatno vlasništvo apsolutno je superiorno drugim oblicima vlasništva, bez obzira na metodu kojom je nastalo;

2. Državnom vlasništvu zajamčena je propast;

3. Treba privatizirati što je prije moguće, kako bi se što više imovine spasilo od propasti.

Kroz ove teze probija soteriološki aspekt privatizacije koja se u ranim fazama poimala po analogiji na čistilište i put spasenja. Taj aspekt koji je pojam privatizacije identificirao s poboljšanjem korporacijskog upravljanja, restrukturiranjem i receptom za daljnji gospodarski rast zamaglio je bilo kakvu raspravu o učinkovitosti pojedinih privatizacijskih metoda, budući da ih je promatrao isključivo preko kriterija minimalizacije razorne funkcije vremena. Ukratko, privatizacijski put nije bitan, bitan je cilj – a cilj je totalna progresija privatnog vlasništva. Put je značajan samo utoliko ako se može svladati u razmjerno kratkom vremenu. Zato je rana privatizacijska škola obožavala prečice. “Brzina je ključno važna. Radije nego da se dopusti polagano klizanje poduzeća u stečaj, dok vlada čeka na bogate strane kupce koji najvjerojatnije nikad neće stići, mala i srednja poduzeća treba privatizirati brzo u korist aktivnih vlasnika (izvan poduzeća, ako je moguć management buy-in, ili unutar poduzeća preko MEBO-a, ako nema vanjskog interesa). Ako prva grupa aktivnih vlasnika uloži vlastiti novac i ne može učiniti poduzeće profitabilnim, oni će tada imati financijskog interesa naći drugog kupca koji će napraviti bolji posao i spasiti njihov ulog i radna mjesta.”²⁷

Ellerman nije mogao biti više u krivu. Sedmogodišnje iskustvo je pokazalo da su dobitnici prve faze tranzicije radije povlačili čitave bankarske sustave u propast, zaduživali se višestruko iznad vrijednosti kapitala – koji uostalom, nisu ni otplatili – te izvlačili gotovinu trošeći je na vlastiti luksuz i iznoseći je iz zemlje,²⁸ nego da stečenu imovinu uz tržišnu naknadu prepuste nekome tko bi to bolje i uspješnije radio. Ultrapasivna država koja je po definiciji slon u staklani i koja vjeruje da će bilo koja privatna interesna skupina bolje od nje obaviti bilo koju od aktivnih funkcija (upravljanje, restrukturiranje, potraga za strateškim ulagačima) romantičarska je fikcija pastoralno-adolescentnog razdoblja privatizacije koju su događaji brzo demanti-

rali i stavili pred državnu administraciju imperativ aktivnog upravljanja krhotinama koje je nevidljiva ruka tržišta uporno odbijala staviti na njihovo mjesto.

Druga skupina argumenata koja je išla u prilog MEBO-metodi nije se pozivala na brzu provedivost nego se vezala uz teorije upravljanja, odnosno uz pokušaj prevladavanja dihotomije vlasništva i upravljanja. Tako se rano zapažena opasnost da će tvrtke pod kontrolom insidera imati pritisak maksimiranja nadnica i nedostatak hrabrosti za provedbu restrukturiranja omalovažavala isticanjem japanskog modela identifikacije radnika s tvrtkom koji se do azijske bolesti činio superiornim anglosaksonskoj “mean and lean” diktaturi vlasnika kapitala koji u radnoj snazi vidi varijabilni objekt koji rabi kao i bilo koji drugi resurs. Smatralo se da će vlasničkim udjelom multiplicirana lojalnost tvrtki dati nevjerojatnu radnu motivaciju i time dodatnu konkurentsku oštricu. Išlo se toliko daleko da se vanjski dioničar poistovjećivao s kladioničarem, a unutarnji s igračem; oba su zainteresirana za ishod meča, ali samo je interes igrača relevantan, jer njegov dodatni napor ima utjecaja na taj poželjni ishod.²⁹

Osim ako nije riječ o manjim tvrtkama ili vrlo specifičnim partnerstvima (konzultantske kuće, odvjetničke tvrtke), zaposlene se nikad ne može natjerati da se osjećaju kao suvlasnici. Oni su skloni pravo vlasničkog nadzora konzumirati u pravcu silom postizanja većih beneficija vezanih uz radni odnos. U incestuoznoj simbiozi dioničara rada i kapitala pojedinac će se uvijek odlučiti za rad, jer je udjel u osobnom prihodu s pozicije kapitala beznačajan, a proces donošenja odluka monopoliziran od izvršnog sloja koji se također ne osjeća vlasnički u smislu zaštite kapitala, jer sredstva kojima raspolaže bez ikakva nadzora jako nadmašuju njegov kapitalni udjel.

Sedam godina kasnije vrlo dobro se vide razorne posljedice “effort relevant” utopije.

Tako se u novijim studijama dobro zapaža: “U privatiziranim tvrtkama u zemljama bišeg Sovjetskog Saveza korporacijsko upravljanje vrlo je slabo, što je djelomice posljedicom unutarnje kontrole nad poduzećima³⁰”, ili na drugom mjestu još detaljnije razrađuje isti argument: “Slabo korporacijsko upravljanje ostaje glavnom preprekom restrukturiranju i održivom rastu. Privatizacija putem vaučera i MEBO-a (Management and Employee Buyout – otкуп poduzeća od uprave i zaposlenika) proizvela je u mnogim zemljama upravne strukture pod dominacijom insidera. Tvrtke su pod potpunom kontrolom uprava bez ikakva nadzora disperznih vanjskih dioničara, ili države koja katkad zadržava vlasničke udjele u privatiziranim tvrtkama

svojim mirovinskim ili privatizacijskim fondovima. Ova mješavina unutarnje kontrole, disperznih vanjskih dioničara i preostalog državnog vlasništva spriječila je restrukturiranje, posebice smanjenje broja radnika. No malo je dokaza da je većinsko vlasništvo vanjskih domaćih čimbenika dovelo do bržeg restrukturiranja. Domaće banke i investicijski fondovi ne samo što imaju malo iskustva u upravljanju i restrukturiranju poduzeća nego još i sami pate od sličnih problema korporacijskog upravljanja, osobito u Češkoj. No zato postoje dokazi da je profitabilnost novih, izvorno privatnih poduzeća i poduzeća u većinskom vlasništvu stranaca puno veća nego državnih ili privatiziranih”.³¹

Međutim, na kraju ne smijem biti nepravedan prema MEBO-privatizaciji i pripisati joj natprosječnu kvotu loših ishoda. Nekih 800 malih i srednjih poduzeća koja su potpuno privatizirana u prvom valu pretvorbe u Hrvata i koja su uglavnom kombinacijom popusnih i nepopusnih ugovora u potpunosti pripala insiderima nitko nikad nije ni spominjao kao privatizacijske slučajeve, što zapravo znači da nisu bila problematična. Među njima su i veće tvrtke poput Francka ili Tvornice duhana Rovinj koje su se uspješno razvijale te zadržale ili čak proširile tržište. Je li to posljedica pripadnosti lukrativnim sektorima, posjedovanja uspješnih proizvoda, djelovanja dobrih uprava ili “effort-relevant” tipa vlasništva teško je reći. Hrvatskoj je mnogo više štete donio velepoduzetnički MBI (management buy-in) otkup tvrtki s pravom daljnjeg upravljanja koji se pokazao izrazito kratkoročnim, u najboljoj maniri razbojničke maksime “uzmi novac i bježi”. O tom obliku koji zaslužuje prije pozornost kriminologa nego kroničara privatizacije neću podrobnije govoriti, no on je na širokom prostoru od Vladivostoka do Jadrana opetovano demantirao mit o egoizmu koji djeluje u pravcu napretka, jer racionalno štiti vlastiti interes.

Izravni strani ulagači kao rasadnici korporacijskog upravljanja

Izravno strano ulaganje posljedica je djelovanja strateškog ulagača koji time proširuje vlastito tržište. Katkad je teško razlučiti kad neko ulaganje postaje izravnim i strateškim. Prema jednoj definiciji, izravno strano ulaganje jest vlasnički udio u visini od najmanje 50 posto dionica s pravom glasa koje ulagač drži dulje od sedam godina. Druga definicija govori o “znatnoj” zastupljenosti u nadzornom odboru i držanju udjela veći broj godina.

Međutim, bez obzira na definiciju, izravno strano ulaganje jasno se razlikuje od portfeljnog – gdje se stječe ma-

njinska vlasnička pozicija i participira u dividendi ili porastu vrijednosti dionice – ili pak venture spekulativnog ulaganja koje želi u što kraće vrijeme proizvesti što veću dodanu vrijednost i onda preprodati tako recikliranu tvrtku.

Izravna strana ulaganja pridonose ekonomskim performansama tranzicijskih zemalja na tri glavna načina: (i) povećavaju akumulaciju kapitala, čak i u slučaju kad je riječ o čistom preuzimanju postojećih tvrtka, jer nakon preuzimanja redovito slijede modernizacija i restrukturiranje, (ii) povećavaju konkurentnost i pridonose izvoznoj sposobnosti i (iii) tehnološki i organizacijski utječu na opće gospodarsko okružje, posebice na dobavljače i konkurenciju. Neka istraživanja pokazuju da izravna strana ulaganja ne istiskuju domaće investicije, već ih dodatno stimuliraju.³²

Koristi od izravnih stranih ulaganja osobito su velike zato što su ona kvalitetnija od ostalih. Naime, strani ulagači restrukturiraju tvrtke mnogo brže i radikalnije od domaćih državnih ili privatiziranih tvrtka. Tvrtke sa stranom upravom također daju mnogo naglaska na edukaciju i trening domaćeg osoblja. Također, ne treba posebno napominjati da puno više izvoze od prosječnih tvrtka, pogotovo ako je riječ o ulaganjima smještenim u zemljama koje nemaju velika unutrašnja tržišta te u kojima je, stoga, ulaganje da bi se proizvodilo za izvoz jedan od strateških prioriteta ulagača.

Izravne strane investicije predstavljaju jednu trećinu svih ulaganja, a dvije trećine otpada na zajmove i u manjem opsegu portfeljna ulaganja, neka od njih vrlo kratkoročna i spekulativna. Bez snažne i stabilne domaće potražnje, koja je moguća jedino provedbom mirovinskih reformi s kapitaliziranim sustavom, portfeljna ulaganja mogu donijeti više štete nego koristi, a veliko zaduživanje je pak najgora moguća strategija. Rusko iskustvo pokazuje opasnosti brzog otvaranja stranim portfeljnim ulaganjima prije postizanja snažnih financijskih i fiskalnih pozicija.

“Dotok kapitala u tranzicijske ekonomije ključan je doprinos za pokretanje potencijala rasta. Strani kapital najbolji je način za popunjavanje jaza između stope štednje i potrebnih investicija, jaza koji je toliko karakterističan za zemlje u tranziciji; posljedice njegova ulaska su smanjivanje troškova financiranja, postavljanje viših, međunarodno usporedivih standarda, zaoštavanje financijske discipline i dizanje razine konkurencije. Nasuprot tim dobrim stranama stoje rizici izloženosti nestabilnom međunarodnom okružju (...) ti rizici su najviši u zemljama koje su se integrirale u međunarodna tržišta kapitala, ali su propustile

uspostaviti temelje za makroekonomsku i financijsku stabilnost.”³³

Novac koji su ulagači izgubili tijekom ruske i azijske krize sigurno će umanjiti njihove apetite i rezultirati dodatnom premijom na rizik. Kriza rastućih tržišta jasno je pokazala da su zemlje koje su se pouzdavale u izravna strana ulaganja bile manje ranjive od onih u kojima su kratkoročni portfeljni ulagači igrali ključnu ulogu. Izravna strana ulaganja redovito su motivirana dugoročnim ciljevima ulagača koji želi proširiti svoje tržište i prate ih radikalne promjene u korporacijskom upravljanju. Izravni strani ulagači čuvaju vrijednost svoje investicije poduzimajući aktivni napor, dok oni portfeljni “glasuju nogama”. Prema procjeni Merrill Lyncha, krajem kolovoza 1998. čak 2 milijarde USD bilo je povučeno s tržišta vrijednosnih papira s fiksnim prinosom (obveznica) Poljske (1 milijarda USD), Mađarske i Češke.

Rekorderi izravnih stranih ulaganja su Mađarska, Češka i Poljska. Ukupna razina svih izravnih stranih ulaganja u zemlje Srednje i Istočne Europe, uključujući i zemlje bivšeg Sovjetskog Saveza, iznosi 74,5 milijardi USD, što je iznos usporediv s investicijama u druga “rastuća tržišta” Azije i Latinske Amerike, ali je zato puno manje od novca koji je potrošen na rekonstrukciju bivše Istočne Njemačke. Zemlje podrijetla ovih investicija uglavnom pripadaju Europskoj Uniji – čak 64 posto svih izravnih stranih ulaganja.

Ako Hrvatska u bilo kojem indikatoru tranzicije zaostaje za svojim konkurentima, najnaprednijim zemljama Srednje i Istočne Europe, onda su to izravna strana ulaganja. Posebno zabrinjava što nema tzv. “greenfield” ulaganja ili podizanja novih pogona “s ledine”. Tome je više razloga – od ratnog sukoba u ranim fazama tranzicije, kad su se hvatale početne pozicije i kad su strateški ulagači odlučivali o regionalnim lokacijama, do mnogobrojnih otpora na lokalnoj razini i zastarjelog historicističkog koncepta koji vidi nacionalnu “buržoaziju” kao jamstvo trajne političke suverenosti, koncepta koji je nastao na iščitavanju prašnjavih nacionalističkih i komunističkih rasprava o “tuđinskoj eksploataciji”.

Izravna strana ulaganja mogla su apsorbirati dobar dio industrijskog radništva koje je izgubilo posao zbog sektorskog restrukturiranja i gašenja čitavih industrijskih grana koje su imale tržište u bivšoj Jugoslaviji i sovjetskom bloku. Zato bi se što prije trebalo maknuti od “nacionalnog tretmana” stranih ulaganja i ponuditi brojne povlastice razmjerne zapošljavanju i udjelu proizvodnje za izvoz. Jer, nije riječ samo o poboljšanju u korporacijskom upravljanju, već i o bilancama plaćanja i trgovinske razmjene,

makroekonomskim pokazateljima u kojima smo relativno najslabiji.

Uloga investicijskih fondova u privatizaciji i problem korporacijskog upravljanja

Investicijski fondovi kao sudionici privatizacijskog procesa trebali su ispuniti tri uloge: (i) u privatizaciji; (ii) u korporacijskom upravljanju te u (iii) postprivatizacijskom financiranju privatiziranih društava.

Prvu, privatizacijsku ulogu, investicijski fondovi u potpunosti su odigrali. U svim zemljama u kojima je proveden program masovne privatizacije fondovi su ili imali potpuni ekskluzivitet (Rumunjska, Poljska), ili su im pak građani slobodnim izborom povjerali visok udjel svojih kupona, vaučera ili certifikata (Češka, Rusija, Slovenija, Hrvatska, itd). U logističkom aspektu provedbe privatizacijskog procesa fondovi su bili nezamjenjivi, jer su decentralizirali teret i sveli odnos vlade s nekoliko stotina tisuća ili čak milijuna sudionika na znatno razumniju mjeru koja je bila izvediva i održiva. Da je primjerice u Hrvatskoj samo polovica ljudi pristupila PIF-ovima, a više od sto tisuća ljudi dražbovalo samostalno, proces bi možda potrajao do danas, jer bi odnos stotinu tisuća aktivnih računa sa središnjom dražbovnom jedinicom uključivao znatne odgode i mnogobrojne pogreške ispravak kojih bi potrajao mjesecima. U Hrvatskoj je od 226.000 emitiranih kupona bilo čak 2600 neiskorištenih; njihovi imatelji jednostavno nisu pristupili dražbi, ili su to učinili na pogrešan način, u prvome ili drugome krugu, dajući nalog za poduzećem koje je otišlo u novi krug. To je nešto više od 1 posto od ukupnog broja, što je očekivani podbačaj, zbog kojega se proces ne može smatrati neuspješnim. Međutim, to je čak 19 posto od ukupnog broja ljudi koji su se odlučili ne povjeriti kupon u neki od fondova. Da je ulazak u fondove bio tek polovičan, možda bi broj apstinenata narastao na 10–20.000, što bi svakako značilo nedopustivi podbačaj.

Uloga fondova u korporacijskom financiranju nije bila značajna. Nešto od toga zapaženo je u poljskom programu u kojem su neki fondovi prodavali imovinu, a gotovinski prihod od prodaje nisu likvidirali (podijelili dioničarima) ili uložili na tržište kapitala u likvidnije instrumente, već su ulagali u poboljšavanje drugih strateških tvrtka iz portfelja u kojima je takvo ulaganje moglo osloboditi dodanu vrijednost. O poljskom slučaju bit će riječi malo kasnije.

Na početku treba vidjeti kakvi sve postoje modeli korporacijskog upravljanja i u koji od njih se uklapaju privatizacijski investicijski fondovi pojedinih zemalja.

S aspekta vlasničkog udjela i njemu inherentne kontrole koja utječe na tip korporacijskog upravljanja postoje: disperzno vlasništvo, kad nitko nema više od 10 posto udjela, institucionalno vlasništvo (institucionalni vlasnici drže 10-50 posto) i holding-društvo (odlučivi vlasnik kontrolira 51-100 posto)

Disperzno vlasništvo - vrlo je često u velikim korporacijama u SAD, u kojima mali pojedinačni ulagači imaju i do polovice ukupnog udjela, dok je druga polovica obično u rukama institucionalnih portfeljnih ulagača. No, ovdje čak i najveći pojedinačni dioničari (mirovinski fondovi, uzajamni fondovi, osiguravajuća društva) nemaju više od 5 posto i nisu zastupljeni u odboru direktora, te obično igraju vrlo pasivnu ulogu u korporacijskom upravljanju. No, ovdje je riječ o vrlo razvijenom tržištu na kojem je izravni pritisak vlasnika zamijenjen pritiskom konkurencije koja tjera uprave da poboljšaju poslovanje. Dodatni pritisak vezan je uz potrebu da se održi cijena dionice i spriječi s tim povezano neprijateljsko preuzimanje. Međutim, ovaj tip vlasništva profilira menadžersku korporacijsku kulturu koju karakteriziraju velike, milijunske godišnje naknade, čak i onda kad tvrtka posluje s gubitkom. U tranzicijskim zemljama nedostatak kapitala, konkurencije i elementarne transparentnosti čini spomenute indirektno tržišne pritiske beznačajnima.

Institucionalno vlasništvo - financijske institucije poput banaka, mirovinskih i drugih investicijskih fondova glavni su dioničari. Kad je riječ o dominantnoj kulturi institucionalnog vlasništva, a ne o položaju institucionalnog dioničara u disperznom vlasništvu svaka od njih obično drži 10-50 posto udjela. Stoga imaju mogućnosti nadgledati poslovanje uprave i zahtijevati predstavnike u nadzornim odborima. Taj model dosta je čest u Njemačkoj. Institucionalni ulagači pažljivo prate poslovanje, ali oni nisu stručnjaci u upravljanju niti u bilo kojoj industriji. Stoga će odobravati ili odbijati planove uprave, ali neće donositi vlastite. U najgorem slučaju, smijenit će upravu i dovesti drugu.

Holding-društva - bila su model za vaučerske fondove sponzorirane od vlada. Model je dosta rijedak na Zapadu, u vrlo malom broju poduzeća. Odnos upravljanja je kao između središnje tvrtke i njezinih podružnica te je ujedno sličan djelovanju venture capital fondova koji su se specijalizirali za radikalne preobrazbe, zarađujući na razmjerno brzim poboljšanjima za koja su sami zaslužni. Bu-

dući da holding-društvo posjeduje većinski udjel, najviše je zainteresirano za poboljšanje u poslovanju, pa je zato spremno posvetiti sve raspoložive resurse u tom pravcu. Holding-društvo koje ne posjeduje većinski udjel uopće nije zainteresirano za dobitke iz poslovanja koje mora dijeliti s drugim neaktivnim dioničarima, pa je sklono izvlačiti korist na drugi način koji šteti ostalim dioničarima bez izvršne moći.

Postoji i drugi aspekt korporacijskog upravljanja koji proizlazi iz strukture uprave i instrumenata nadzora. Tako kontinentalna Europa i sve tranzicijske zemlje poznaju dvodomnu upravu, odnosno podjelu na upravni i nadzorni odbor.

U SAD postoji jedinstveni odbor direktora u kojem sjede članovi uprave (menadžeri) i vanjski čimbenici. Izabran je od dioničara na godišnjoj skupštini. U vrlo disperznom vlasništvu uprava odlučuje sama o sebi, jer nitko izvana nema izravni utjecaj.

U Njemačkoj, čiji je model primijenjen na tranzicijske zemlje, predstavnici dioničara i uprava sjede u dva različita odbora. "Gornji dom", nadzorni odbor, sastoji se od predstavnika najvećih dioničara, eventualno predstavnika manjih ulagača te vrlo često predstavnika zaposlenih. Nadzorni odbor bira upravu, određuje strategiju i politiku tvrtke, a uprava je provodi u svakodnevnim operacijama.

U češkom modelu koji je izvedenica njemačkoga, glavni dioničari izravno su postavljali i svoje članove uprave te su tako i vaučerski fondovi "vodili poduzeća". No, takva "holding" interpretacija institucionalno disperzne vlasničke strukture nije se pokazala nimalo učinkovitijom i odlučivijom. Dobrim dijelom zato što se udio pojedinačnog fonda zakonski ograničio na 20 posto.

Disperzno vlasništvo američkog tipa bilo je – prema mišljenju stručnjaka – potpuno neprimjenjivo na tranzicijsku situaciju,³⁴ jer je bilo premalo tržišnih korektivnih elemenata koji bi neizravno utjecali na uprave da se trude u svezi s poslovanjem. Prema toj tezi, tipične amerikanizirane javne kompanije poput Plive ili MOL-a zaostajale bi u kvaliteti upravljanja za podružnicama tajkunskih holding-društava te poduzećima u vlasništvu banaka koje su obično i kreditori.

Pozornost posvećena korporacijskom upravljanju dobro se može vidjeti iz mobilizacije ljudskih resursa na pitanjima nadzora i restrukturiranja. Češki standard vaučerskih fondova bio je 50 zaposlenih (predstavnika) postavljenih u 90 nadzornih odbora. Vrlo rijetko su mijenjali uprave, posebice zbog problema nepopularnosti takvih mjera, slabog iskustva jednih i drugih te vrlo oskudnih stručnih

resursa na tržištu radne snage. Izgleda da češki fondovi (osim onih koji su se preregistrirali i pretvorili u holding-društva) nikad nisu ni namjeravali aktivno upravljati tvrtkama iz portfelja, što ne začuđuje, budući da su nastali u vrlo ranoj fazi, u kojoj su se poimali po analogiji na investicijske fondove razvijenih tržišta. Imali su nerealna očekivanja glede cijene dionica poduzeća iz portfelja te bili i ostali fokusirani na kratkoročne dobitke što je prilično štetilo i onim tvrtkama koje bi uz drukčiji pristup imale šanse.

Uloga u korporacijskom upravljanju, ili, bolje rečeno, je li fondovima zakonodavac uopće namijenio bilo kakvu aktivnu ulogu, može se iščitati iz ograničenja na ulaganje u dionice s pravom glasa pojedinog izdatnika (tablica 1).

Tablica 1.
Pregled ograničenja na
ulaganje u dionice u pojedinim
zemljama

Zemlja	Maksimalni udjel (%)
Češka	20
Slovačka	20
Rusija	10
Litva	50
SAD	5
Francuska	10
Njemačka	10
Poljska	33 posto za u sklopu MPP-a, a više od toga za gotovinu. Tada neograničeno. Ne više od 25 posto portfelja u pojedinog izdatnika
Hrvatska (Zakon o investicijskim fondovima)	5 posto, iznimno 10 posto, s tim da takve dionice ne prelaze 40 posto portfelja
Hrvatska (Zakon o PIF-ovima)	neograničeno, s tim da više od 10 posto portfelja ne smije biti izloženo pojedinom vrijednosnom papiru
OECD preporuke	5-15

Izvor: Investment Funds as Intermediaries of Privatization, CEEP Workshop Series; No. 5, Ljubljana 1994. i uvid autora u hrvatsku legislativu

Iz ovoga je vidljivo da razvijene zapadne zemlje reguliraju fondove kao čiste portfeljne ulagače koje treba spriječiti da ne prerastu u holding-društva. U tome ih u investicijskim limitima oponaša Rusija, zemlja koja ne može biti dalje od zapadne tržišne prakse. Češka i Slovačka imaju vrlo hibridnu strukturu; njihovi limiti ne odražavaju čiste portfeljne zahtjeve, ali su daleko od praga odlučivanja iz trgovačkog zakona.

Hrvatska, Poljska i Litva iz ovog primjera namijenile su svojim privatizacijskim investicijskim fondovima aktivnu ulogu, što odgovara razdoblju nastanka spomenutih privatizacijskih programa koji su imali u svijesti teškoće zemalja prvoga vala.

Što pokazuje poljski primjer?

Cilj poljskog programa masovne privatizacije bio je razvoj profitabilnih društava s pomoću cjenovno-učinkovite metode privatizacije, odnosno s pomoću stvaranja financijskih posrednika nazvanih Nacionalni investicijski fondovi. Glavni cilj NIF-ova bio je povećati vrijednost imovine u portfelju, dionica dodijeljenih u procesu privatizacije. Takvi fondovi bili su ponajprije zamišljeni kao “restrukturirajući holdinzi”³⁵

Poljska vlada nije se htjela prepuštati slučajnosti i kao-tičnim implikacijama nereguliranog tržišta u kojem je ulazak u posao fond-menadžera bio jeftin i odveć liberalan. Zato je osnovala 15 nacionalnih investicijskih fondova i odredila kartezijanski stroga pravila igre, prema kojima svakome fondu pripada većinska pozicija od 33 posto u nekoliko poduzeća, dok u drugima ima zanemarive udjele, no zato zamjenama može okrupniti te disperzne pozicije. Glavna zadaća društva za upravljanje definirana je kao porast vrijednosti imovine u desetogodišnjem razdoblju, što znači da se od upravljača traži aktivno sudjelovanje i odlučivanje u poduzećima u kojima drže velike vlasničke udjele. Ova struktura napravljena je izravno po uzoru na venture capital fondove. Nadzor nad poduzećima odvija se preko članstva u nadzornim odborima, što je kontinentalno-europski model koji se prakticira i u Hrvatskoj.

U procesu licenciranja fondova poljska vlada postavila je vrlo stroge zahtjeve za predloženo stručno osoblje: glavni upravitelj fonda morao je imati čak 15 godina profesionalnog iskustva, viši menadžer – 10 godina iskustva, a poljski državljani koji su po zakonu, jedini mogli biti članovima nadzornih odbora od 10–15 godina financijskog ili upravljačkog iskustva.

Sami fondovi su se morali obvezno uvrstiti na varšavsku burzu.

I struktura naknade poljskih fondova napravljena je po uzoru na venture capital fondove. Ona se dijeli na fiksnu naknadu (plativu kvartalno) i naknadu za uspješnost prema sljedećoj formuli: fiksna naknada iznosi jedan posto portfelja godišnje ili 10 posto u deset godina, pod uvjetom da su najmanje 3 godine vodili NIF. Taj svoj udio mogu unovčavati (prodajom stečenih dionica) godišnje,

počevši nakon treće godine upravljanja; naknada za uspješnost iznosi 5 posto portfelja, što se unovčuje i isplaćuje po okončanju ugovora.

Troškovi upravljanja poljskih fondova vrlo su visoki, jer uključuju i trošak aktivnog restrukturiranja te se pokrivaju iz zajma Svjetske banke, EBRD-a i drugih zajmova. Pitanje je kako će se ovakva visokozadužena struktura odraziti na ishod procesa. Također je predviđeno da NIF-ovi prikupljaju dodatni kapital emisijom novih dionica.

Društva za upravljanje izabrala je preko natječaja vladina komisija koja je razmatrala tehničku i financijsku ponudu. Društva za upravljanje uglavnom su konzorcijalna i sastoje se od investicijske banke, velike domaće banke i konzalting-društva.

Certifikat (PSU) glasilo je na donositelja, bio je dostupan svim Poljacima koji su ih kupili za 10 posto prosječne mjesečne nadnice (čak 95 posto punoljetnih građana kupilo je certifikat), utrživ i zamjenjiv za udjele u svim NIF-ovima do kraja 1998. Jedini dioničar osnivač i sponzor NIF-ova bila je državna riznica.

Prema poljskom zakonu NIF je dioničko društvo s pripadnim upravnim tijelima: općom skupštinom, nadzornim i upravnim odborom. Dok je fond u državnom vlasništvu³⁶ (prije konverzije certifikata građana u dionice fonda), članove nadzornog odbora imenuje ministar financija. Od ukupnog broja (5-9) dvije trećine članova i predsjednik moraju biti poljski državljani.

Zbog antimonopolske restrikcije jedno društvo za upravljanje može voditi samo jedan NIF (ista je odredba i u hrvatskom Zakonu o PIF-ovima), a nadzorni odbor može otkazati društvu i društvu fondu u roku od 180 dana. Nakon 31. 12. 2003. skupština fonda može glasovati o likvidaciji ili pretvaranju fonda u otvoreni.

U svojem programu masovne privatizacije Poljaci su ponudili 512 manjih i srednjih poduzeća sa 60-postotnim udjelom, od čega vodeći NIF dobiva 33 posto, a ostali manjinski 27 posto dionica. Daljnjih 15 posto ide zaposlenima bez naplate, a 25 posto ostaje u državnoj riznici. Inicijalni portfelj fondovi su dobili u konkurentskom procesu, napravljenom po uzoru na "izvlačenje" (draft) igrača u NBA ligi. Tvrtke su rangirane po kriterijima kvalitete, pa je svaki NIF mogao odabrati po jedno poduzeće s vrha i s dna tablice. Proces izbora rezultirao je time da je svaki NIF vodeći 33-postotni dioničar u 33-35 poduzeća, te 1,93 posto manjinski u daljnjih 477-479 poduzeća. Ti manjinski udjeli brzo su se okrupnili do 8-9 posto udjela, a nakon je omogućavao zamjene.

Zanimljivo je napomenuti da je poljski certifikat (PSU) bio svojedobno jedan od najlikvidnijih instrumenata na varšavskoj burzi vrijednosnih papira i da se trgovao uz prosječni diskont od 47 posto u odnosu na neto imovinsku vrijednost ponuđenih poduzeća (1,7 milijardi USD je bila procijenjena neto-imovinska vrijednost, otprilike 20 posto od nominalne vrijednosti tih poduzeća). Nasuprot tome, dionicama fondova trgovalo se četiri puta rjeđe, uz diskont od 24-60 posto koji je danas još mnogo veći!

Kojim su gospodarskim granama pripadala ponuđena poduzeća može se vidjeti iz sljedeće tablice (tablica 2.).

Sektor	% imovine
Kemijska industrija	21,9%
Strojogradnja	15,9%
Tekstil	10,6%
Građevinske konstrukcije i materijali	10,5%
Prehrambena industrija	8,8%
Ostalo	32,3%

Izvor: The Polish NIFs, Nomura Equity Research, London 1998.

Tablica 2.

Raspodjela poljskih poduzeća
masovne/kuponske privatizacije
prema granama industrije

Ponuđene kompanije relativno su male: samo 15 vrednijih od 29 milijuna USD, 110 između 10-29, te ostalih 275 manje od 9 milijuna USD. Njihov profit bio je u trenutku provedbe procesa privatizacije 464 milijuna zlot, a gubici 1 milijarda. U Hrvatskoj je taj omjer dobiti i gubitka bio još nepovoljniji.

Već sam napomenuo da NIF-ovi imaju vrlo visoke troškove upravljanja. Ukupni troškovi podijeljeni su na troškove društva za upravljanje koji se namiruju iz ugovorom određene naknade, a uključuju zaposlenike društva, njihove putne troškove, telekomunikacije, uredski prostor itd. Troškovi fonda, koji se zapravo zaračunavaju imovini dioničara, jesu svi oni koji bi postojali i da nema društva: revizija i računovodstvo, transakcijski troškovi, troškovi izdavanja dionica, registra dioničara, trošak objave podataka, porezi koji se zaračunavaju NIF-u, telekomunikacija unutar Poljske, registar NIF ulaganja, kamate na posuđivanje, trošak osiguranja.

Naknada za upravljanje kojom se financira trošak društva utvrđena je ugovorom i isplaćuje se kvartalno. Isplaćuje se u USD i usklađuje s inflacijom. Naknada za uspješnost daje se u dionicama - 1 posto u dionicama nakon potpisa ugovora, 1 posto godišnje od prve do desete godine te dodatnih 5 posto na kraju posla. Te dionice neće imati prava glasa i bit će pri državnoj riznici koja ih može,

po nalogu društva za upravljanje, prodati. Fiksna naknada određena ugovorom kreće se od 1,48 do 3,9 milijuna USD godišnje, a za naknadu za uspješnost procjenjuje se da će vrijediti otprilike 18 milijuna USD po NIF-u. Time dolazimo do vrlo visokog ukupnog iznosa od 32-50 milijuna USD u desetogodišnjem razdoblju, što je i više nego dobar razlog zbog kojeg su se zapadne investicijske kompanije otimale za ovaj posao. Takva je naknada bila potpuno neodrživa, pa nije ni čudno da su respektabilne kompanije dobile otkaz čim su fondovi dobili većinske vlasnike.

Već sam govorio o ograničenjima ulaganja u pojedinim zemljama među kojima je bila i Poljska. Međutim, ograničenja se ne odnose samo na stjecanje maksimuma udjela u pojedinoj tvrtki ili izloženosti portfelja pojedinom vrijednosnom papiru. Imajući u vidu češki primjer u kojem su pojedini fond-menadžeri prodavali imovinu iz portfelja i potom kupovali vrijednosne papire izdane u drugim zemljama radi "diverzifikacije rizika", nakon čega se pokazalo da su ti vrijednosni papiri izdani samo za tu prigodu i zbog odljeva kapitala, poljsko zakonodavstvo zabranjuje ulaganje u strane vrijednosne papire.³⁷ Nadalje, NIF ne može zamjenama s drugim NIF-ovima stjecati udjele veće od 33 posto, već takve mora kupiti na tržištu za gotovinu. Također ne smije smanjiti svoju većinsku 33-postotnu poziciju na udio ispod 20 posto, osim javnom ponudom ili tenderom u kojem prodaje sve. Ova odredba također je uvedena na češkim poukama, kako bi se spriječile spekulacije na štetu dioničara fonda. NIF također ne smije stjecati više od 5 posto vrijednosnih papira drugog fonda, što je jasno, jer bi to kršilo antimonopolsku restrikciju te utrlo put mnogobrojnim malverzacijama, počevši od netransparentne multiplikacije naknada za upravljanje. NIF uopće ne smije ulagati u plemenite metale, sirovine, opcije i termenske poslove te ne više od 5 posto u nekretnine ili tvrtke za nekretnine. Dug (NIF se ima pravo zadužiti, za razliku od hrvatskog PIF-a koji nema) ne smije prijeći 50 posto neto imovinske vrijednosti. Za sve transakcije koje prelaze 15 posto neto imovinske vrijednosti - bilo da je riječ o kupnji, prodaji ili zajmu - društvo za upravljanje mora tražiti odobrenje nadzornog odbora.

Cilj NIF-ova bio je restrukturirati i privatizirati 512 manjih i srednjih poduzeća. U restrukturiranju i korporacijskom upravljanju taj program bio je uspješniji od svojih pandana u drugim zemljama. U prve dvije godine zabilježen je rast profitabilnosti kompanija u portfelju, no restrukturiranje i modernizacija neuvrštenih malih poduzeća vrlo je zatjevna zadaća koja traži veliku profesionalnu sposobnost. Glavni problem predstavlja velik broj tvrtka u

portfelju, uglavnom s manjinskim udjelima; zbog male veličine i ograničene profitabilnosti, bit će teško za društva iz portfelja iz vlastitih izvora stvoriti sredstva za restrukturiranje. Analitičari zapažaju: “Za razliku od zapadnih investicijskih fondova, vjerojatno je da će fond-menadžeri NIF-ova imati mnogo veću ulogu u restrukturiranju društava iz portfelja. Način na koji će društvo za upravljanje prikupljati investicijski kapital iz postojeće imovine te kako će ga uporabiti u pojedinačnim društvima bit će ključna odrednica o kojoj će ovisiti brzina restrukturiranja portfelja. Ta aktivna uloga fondova koji u portfelju imaju neuvrštena, manja poduzeća mnogo je važnija od pasivne alokacije sredstava u fondovima koji u portfelju imaju velike uvrštene tvrtke, što inače prevladava u zapadnim investicijskim fondovima.”³⁸

Vrlo je zanimljivo vidjeti nekoliko primjera poljskih NIF-ova i njihova djelovanja u prve dvije godine, što bi moglo biti indikativno i za hrvatske PIF-ove, jer ovi posljednji ne postoje dosta dugo kako bismo analizirali njihove postupke. Važna napomena je da grupacije koje su osnovale društva za upravljanje više ne vode spomenute fondove, ili je riječ o poljskom dijelu konzorcija koji se riješio stranih partnera.

NIF 1 – društvo za upravljanje činio je konzorcij od BRE SA (poljska banka) i CA-IB (austrijska investicijska banka); fond je u prve dvije godine imao vrlo aktivnu politiku restrukturiranja, u godinu dana smijenili su 14 predsjednika uprava i 30 drugih menadžera. Aktivno restrukturiranje uključuje prodaju većinskih udjela te financijsko i tehnološko restrukturiranje. Proveli su nekoliko likvidacija i stečajeva te nekoliko WSE i OTC listinga. Glavni dio portfelja sastoji im se od tvrtka s područja građevinarstva i opremanja interijera. Fond je imao vrlo velike operativne troškove od 4,5 posto na neto imovinsku vrijednost.

NIF 3 – društvo za upravljanje zvalo se Trinity Management, a činio ga je konzorcij Barclays međunarodne investicijske banke, Pekao SA poljske banke, te Company Assistance konzultantske kuće. Upravljanje im se sastoji od aktivnih intervencija, dodatnih ulaganja i potpore srodnim akvizicijama. Promijenili su 50 posto uprava, otpustili 25 posto radnika te uspjeli dovesti dodatnih ulaganja od 40 milijuna USD, od čega su sami osigurali 60 posto. Na žalost, taj fond imao je neobično visoke operativne troškove od 7,2 posto na neto imovinsku vrijednost!

NIF 4 – društvo za upravljanje bilo je Raiffeisen Atkins, konzorcij Raiffeisen Investment, Raiffeisen Centrobank SA, WS Atkins International i još tri manja partnera. Cilj im je smanjiti broj poduzeća u portfelju na 15–20, a

fokusirat će se na one s potencijalom rasta; više od četiri su prodali u prve dvije godine.

NIF 6 – društvo za upravljanje bilo je Chase Fund Management Polska, konzorcij Chase Manhattan banke i poljskih partnera. U izboru su odbili kompanije nezanimljive strateškim ulagačima; imaju tipični venture capital pristup, poduprijet će sve velike udjele u portfelju bez obzira na dugoročne smjernice. Dugoročno nestrategičke će se stvari prodati, a novac uložiti u strateške. Novac se može ulagati na WSE ili druge kompanije izvan MPP-a. Poduzeli su vrlo velike intervencije u korporacijsko upravljanje, izmijenili su čak 40 posto direktora.

I drugi NIF-ovi također su smjenjivali uprave i postavljali svoje ljude u 30–60 posto slučajeva. Stopa bi vjerojatno bila i viša, no Poljska, kao i svaka druga tranzicijska zemlja, ima oskudne stručne ljudske resurse, pa se uvijek postavlja pitanje s kim zamijeniti nezadovoljavajuće uprave.

Međutim, tri godine nakon početka programa tržišne su realnosti iznevjerile očekivanja. Kako su Poljaci prodavali svoje dionice NIF-ova, nekoliko ih je velikih ulagača pokupovalo, a među njima su PZU (bivši osiguravajući monopol), Pekao i Bank Handlowy, dvije najveće banke, te Cresco Financial Advisors i Everest Capital, dvije tvrtke koje su osnovali strani institucionalni ulagači kako bi preuzimali NIF-ove. Unatoč otkupu, vlasništvo nad NIF-ovima i dalje je vrlo disperzno, što znači da veći ulagači mogu imati kontrolu s razmjerno malim ulozima.

Njihov se utjecaj odmah vidio. Rezanje troškova postavilo se kao glavni prioritet. Gotovo svi NIF-ovi zamijenili su izvorna društva za upravljanje svojim ljudima, jeftinijim upraviteljima. Konsolidacija napreduje nevjerojatnom brzinom i pitanje je dana kad će sve fondove voditi samo nekoliko grupacija. Time će se u troškovima upravljanja uštedjeti do 40 posto.

Smanjivanje troškova upravljanja samo je prvi korak prema maksimizaciji prihoda NIF-ova. Dugoročno je za očekivati da će dioničari fuzionirati čitave fondove, a ne samo upravljanje (usp. tablicu 3).³⁹ Također je za očekivati bržu prodaju tvrtka iz portfelja strateškim ulagačima, kako bi se povećali prihodi. To bi moglo povećati cijenu dionica NIF-a koja je pala na povijesno nisku razinu. Međutim, također je za očekivati da će fondovi napustiti vladinu ambiciju “restrukturirajućeg holdinga”, jer se to uopće ne isplati, te da će se usredotočiti na brži povrat na investiciju. Suroviji tretman prema tvrtkama iz portfelja uključuje i veću stopu stečajeva i likvidacija. To nije ono što je vlada očekivala, ali barem dokazuje da tržište funkcionira.

Ime	Izvorno društvo za upravljanje (1996)	Današnji upravitelj (1999)	Cijena po dionici (13. lipnja 1997) u zlotima	Cijena po dionici (22. travnja 1999) u zlotima
NIF1	BRE, Investmentbank Austria	Cresco, BRE	10,7	4,3
NIF2	-	PZU	9,2	3,9
NIF3	Barclays de Zoete Wedd, Pekao	Pekao	10,7	4,3
NIF4 Progress	Raiffeisen, WS Atkins	PZU	13,2	5,6
NIF5 Victoria	Kleinwort Benson	Cresco, BRE	8,5	5,5
NIF6 Magna Polonia	Chase Manhattan, WBK	NIF Funds Holding	11,2	7,3
NIF7 Kazimierz Veliki	VHF Advisory Services	Everest	8,1	3,8
NIF8 Octava	KP International, Paine Webber, Bank Handlowy	NIF Funds Holding	10,8	5,9
NIF9 Kwiatkowski -		PZU	9,7	7,0
NIF10 Foksal	Banque Arjil	Everest	12,9	4,5
NIF11	-	Pekao	11,9	4,3
NIF12 Piast	Carnai International (podružnica BNP)	NIF Funds Holding	13,0	3,9
NIF13 Fortuna	Yamaichi International, Regent Pacific	Cresco, BRE	13,5	5,1
NIF14 Zachodni	Bank Zachodni, Central Europe Trust	Everest	13,8	5,8
NIF15 Hetman	Creditanstalt Investment Bank, St.Gallen Consulting	PZU	13,2	5,6

Izvor: The Economist Intelligence Unit, May 5, 1999

Pad cijena dionica institucija koje su posebno stvorene kako bi im vrijednost rasla bio je dramatičan, ali ne iznenađuje. Ponajprije je posljedicom gubitka interesa međunarodnih portfeljnih ulagača prema rizičnim "rastućim tržištima" nakon azijske, brazilske i ruske krize, no vjerojatno je utjecaja imala i vrlo visoka naknada za upravljanje kojom se u prve dvije godine odlilo dosta vrijednosti. Prema riječima Janusza Lewandowskoga, bivšeg ministra privatizacije i koautora programa masovne privatizacije, NIF program je iznevjerio očekivanja jer je vlada propustila poduprijeti NIFove tijekom 1998, za vrijeme teških poremećaja na tržištima kapitala.⁴⁰ Njegov iskaz o "promjeni pravila naknada za upravljanje" od Ministarstva financija

Tablica 3.
Pregled promjena u strukturi društava za upravljanje poljskim fondovima

sugerira da je vlada trebala podržavati uporabu ferarija za vožnju gradskim ulicama, u uvjetima kad je i laiku moglo biti jasno da relativno bezvrijedne tvrtke, kakvoćom istovjetne onima koje se privatiziraju u ostalim tranzicijskim zemljama, ne mogu opravdati astronomske naknade zapadnih fond-menadžera.

Neki poljski komentatori tvrde⁴¹ da je prije četiri godine osnovano 15 NIFova i izdani certifikati koje je kupilo 27 milijuna Poljaka za 20 zlota po certifikatu, kako bi građani postali suvlasnici državne imovine i naučili se teškoj vještini ulaganja na tržištu kapitala. Tvrtkama koje su ušle u program obećavali su lak pristup zajmovima, novu tehnologiju i brzu privatizaciju. No, ubrzo nakon što su dobili certifikate, 60 posto imatelja ih je prodalo za "malu" naknadu. Samo 0,3 posto ih je prodalo preko varšavske burze, bez obzira na to što je u jednom trenutku PSU bio jedan od najlikvidnijih instrumenata. Čak deset posto ljudi nije znalo što učiniti s certifikatima te ih je nekoliko stotina tisuća na kraju ostalo u ladicama, neiskorišteno i propalo, budući da im je 1. siječnja 1999. istekla vrijednost.

To je vrlo popularan sud kakav se djelomice pojavio i u Hrvatskoj nakon provedene pretvorbe u kojoj je zapažena vlasnička prava stekla velika masa pojedinaca. Međutim, iluzija je očekivati da će prosječni pojedinci ostati vlasnici vrijednosnih papira nacionalne ekonomije te da je to uopće cilj ekonomske politike. Masovni privatizacijski programi provode se da bi privatizacija pridobila dodatni legitimitet, odnosno da bi bila manje odbojna. Isto tako nije bilo za očekivati da će privatizirane tvrtke imati "lakši pristup kreditima", jer je privatnim vlasnicima najmanje stalo do bacanja novaca kakvo si vlade mogu privremeno dopustiti. Pristup će biti znatno teži, neizvjesnost veća, a stečajevi i likvidacije češći. Što bi drugo moglo ispasti od imovine od koje je vladu godinama boljela glava.

Nekima zvuči paradoksalno da su – unatoč javnoj edukativnoj kampanji i savjetima da ne treba prodavati – najbolje profitirali pojedinci koji su odmah prodali svoje certifikate, a najviše su izgubili oni koji su vjerovali NIF-ovima i ostali dioničarima. Međutim, utrživost certifikata poklopila se s očekivanjima veće kvalitete ponuđene imovine i živog interesa međunarodnih portfeljnih ulagača, posebice u rekordnoj 1997. godini, tako da objašnjenje o eroziji imovine nije odveć pravedno. Povratkom ulagačkog povjerenja i smanjivanjem naknade za upravljanje cijene će sigurno rasti.

S druge strane, NIF-ovi će – bez obzira na to što nisu blagotvorni "restrukturirajući holdinzi" – poslužiti u prav-

cu poboljšanja korporacijskog upravljanja, ali ne kao učitelji ili ubacivači mekog novca, već kao surova čelična metla tržišta. Takvo restrukturiranje dovest će ponajprije do restrukturiranja njihovih portfelja i porasta vrijednosti za dioničare, uglavnom financijske institucije koje su otkupile certifikate i dionice fondova.

Privatizacijski investicijski fondovi u hrvatskom modelu kuponske privatizacije

Hrvatska je svoj program kuponske privatizacije provela relativno kasno, kad su iskustva drugih zemalja već bila poznata. Kreatori programa pokušali su legislativom i kasnijim nadzorom izbjeći posljedice masovnih privatizacija s posredovanjem kupona vaučera ili certifikata koji su potanko opisani u uvodu ove rasprave.

Spontanost nastanka odozdo, čistom voljom sudionika tržišta, bliski su češkom modelu, no visokim kapitalnim zahtjevima i ograničavanjem broja (ne izdavanjem ograničenog broja licencija, već strogo definiranim minimumom količinskih kriterija) podsjećaju na poljske. I naglaskom na mogućnosti dobivanja kontrolnih ili većinskih paketa također su bliži poljskome modelu.

Hrvatska se odlučila za provedbu kuponskog tipa masovne privatizacije u vrlo poodmakloj fazi, kad su osnovni odnosi moći nakon primarne raspodjele već bili uspostavljeni. I privatizacijski investicijski fondovi također su dodatni, vrlo kasni pokušaj poboljšanja korporativnog upravljanja na području na kojem je nakon pretvorbe, koja je povijesno završila 1994. godine, uspostavljena određena ravnoteža. U velikom broju slučajeva ta se ravnoteža manifestirala u paralizirajućoj pat poziciji, u trokutu banaka, uprava djelomice privatiziranih poduzeća bez odlučivog vlasnika i Hrvatskog fonda za privatizaciju koji je iz brojnih razloga bio onemogućen učinkovito pregovarati o prodaji koja bi uključivala realne cijene, uglavnom puno manje od inflacioniranih procjena iz doba pretvorbe. Prijateljsku ravnotežu raznih vlasničkih grupacija, kreditora i izvršnog sloja koja je često završavala sanacijama na račun poreznih obveznika, mogli bismo nazvati "kondominijem starih snaga", pod čime podrazumijevam ponajprije etablirane čimbenike odlučivanja na tržištu.⁴² Uz već spomenute uprave poduzeća koja su bila predmetom kuponske privatizacije, tu su svakako i rijetki strateški ulagači, odnosno domaći i strani većinski vlasnici.

Privatizacijski investicijski fondovi zakonski su kreirani u cilju slamanja prijateljske ravnoteže "starih snaga", a takvo je djelovanje trebalo proizlaziti ne iz njihove volje,

već iz nužde njihova vlastitog opstanka. Naime, veliki ulazni troškovi i potpuna uskrata fiksne naknade za upravljanje u tranzicijskom razdoblju trajanja privatizacijskog investicijskog fonda koje je moguće najviše pet godina, nakon čega se portfelj fonda mora uskladiti s vrlo strogim likvidnosnim zahtjevima redovitog investicijskog fonda, te naknada na kraju puta u obliku frakcije porasta tržišne kapitalizacije (odnosno maksimiranja vrijednosti za dioničare, stradalnike Domovinskog rata) u dionicama fonda a ne gotovini, onaj su nož pod grlom društva za upravljanje privatizacijskim investicijskim fondom koji je trebao spriječiti kohabitaciju novih tržišnih čimbenika sa “starim snagama”. Odnosno, takva bi se kohabitacija izravno odrazila na legalnu naknadu i bitno je umanjila, ako ne i potpuno izbrisala.

Bez obzira na to što se kuponska privatizacija u očima poslovne javnosti u početku poimala kao zamorna intelektualna igra bez implikacija za realni svijet, “stare snage” su vrlo brzo prepoznale pravu prirodu procesa, kao i šanse i opasnosti koje za njih taj proces nosi. U slučaju postojanja većinskog vlasnika ili izravnih vlasničkih ambicija uprava, kuponska je privatizacija pojmljena kao šansa za preuzimanje uz dodatni diskont koji se od HFP-a nije mogao dobiti. Takve se tvrtke nisu bunile što su uvrštene na popis ponude te su čak tražile uvrštenje dodatnih paketa. No, u velikoj masi tvrtka u kojima je izvršni sloj vlasnički posjedovao male udjele, a nije imao ambicije vlasničkog ovladavanja kapitalom, već se konzumirajući potpunu kontrolu navikao raskošno parazitirati na račun drugih dioničara (uglavnom države jer mali dioničari nisu otplatili najveći dio ugovora) postojao je velik otpor i uprave su činile sve ne bi li bile skinute s liste. U šest mjeseci od objave službenog popisa do početka prvog dražbovnog kruga, uprave su lobirale na sve strane kako bi izbjegle narušavanje prijateljske ravnoteže u kojoj su savršeno plivale. Privatizacijski investicijski fondovi stvoreni su kao “bič božji” upravo za tvrtke koje su se htjele maknuti s liste. U tim je tvrtkama nedostajalo korporativno upravljanje, pa je bilo bitno da mekog vlasnika - državu - ne nadomjesti masa atomiziranih pojedinačnih dioničara bez znanja, moći i utjecaja (usp. Čengić i suradnici, 1998).

Hoće li privatizacijski investicijski fondovi uspjeti ispuniti ovu zadaću? Analizirajući privremene rezultate sukoba novih čimbenika i “starih snaga”, uz sve dužne zadržke zbog pravnog interregnuma i po definiciji mekšeg pristupa pri kojem su pravi ciljevi nužno skriveni, skeptičan sam glede pozitivnog ishoda u nečemu što bismo mogli nazvati “optimalnim scenarijem”. U gotovo svim

slučajevima “stare snage” povratile su kontrolu ili je nisu ni ispuštale iz ruku, pospremajući imovinu u posljednji čas i ostavljajući prazne korporacijske ljuske, ili instalirajući svoje ljude nakon prvih smjena koje su davale iluzije promjena. Ako se taj trend uistinu nastavi, neće biti promjena u korporacijskom upravljanju niti u bitnim odnosima moći, društva za upravljanje privatizacijskim investicijskim fondovima, naravno, neće izgubiti, nego će vratiti svoj ulog mimo legalne strukture naknade (što je otežano mehanizmom nadzora, ali nije nemoguće), a jedini pravi gubitnici bit će dioničari, stradalnici Domovinskog rata na čiji će se teret prebaciti rezultati prijateljske ravnoteže starih i novih čimbenika, odnosno jednog nečasnog kondominija. Utoliko je zadaća regulatora i zakonodavca značajnija, jer moguće je ostvariti i povoljnije scenarije.

Što dijeli pozitivne, pa i one umjereno pozitivne za koje držim da su jedino mogući, od negativnih scenarija? Teškoće kuponskih ili vaučerskih privatizacija – o kojima je već više puta bilo riječi – mogu se sažeti u nekoliko elemenata: nepregledna masa fondova koji otežavaju nadzor od regulatora tržišta i nemaju prednost ekonomike veličine (što znači da su troškovi upravljanja na neto imovinsku vrijednost neodrživo visoki), politički utjecaj na proces, pasivni odnos prema korporacijskom upravljanju i izostanak bilo kakvog pokušaja restrukturiranja, jer su predstavnici društava za upravljanje fondovima zadovoljni fiksim naknadama i sjedenjem u mnoštvu nadzornih odbora što predstavlja unosne osobne sinekure, sprečavanje restrukturiranja koje bi potaknuli treći čimbenici, posebice strateški ulagači, jer bi se prodajom tvrtki iz portfelja izgubila višegodišnja sinekura, a prihod od prodaje bio bi ionako gotovinskom imovinom dioničara fonda, daleko manjom od inflacionirane “neto imovinske vrijednosti” te bi fiksna naknada za upravljanje automatski drastično pala. Nadalje, kuponske privatizacije nisu bile pozitivan doprinos razvoju tržišta kapitala, jer velika tržišna kapitalizacija koju su donijele redovito je bila spojena s izrazito malim volumenom trgovanja. Razloga za gušenje trgovine ima više, a najvažniji su odsutnost volje za prodajom (komoditet fiksne naknade vezane uz himeru neto imovinske vrijednosti) i netransparentno poslovanje koje odbija oprezne portfeljne ulagače.

Glede osnutka fondova, odnosno ulaska društava za upravljanje u proces, hrvatski se zakonodavac odlučio za modificirani hibrid između češkog i poljskog modela. Vrlo važan cilj bilo je ograničiti broj fondova na razumnu ili, bolje rečeno, održivu mjeru. Imajući u vidu kaotičnu situaciju u Češkoj (nekoliko stotina fondova), Poljska je vrlo

učinkovito ograničila broj fondova, ali na način koji je opisan u prethodnom poglavlju. Naime, država je osnovala petnaest NIF-ova (nacionalnih investicijskih fondova) i kroz kompetitivni tender proces dala ih na upravljanje društvima za upravljanje koja su postavila najbolje uvjete. Time su privukli mnoge fond-menadžere svjetskog iskustva, ali proces je trajao vrlo dugo, jer u takvom "pristupu odozgo" (top down) unutarnja dinamika procesa ima više političku nego poslovnu prirodu. Nadalje, troškovi upravljanja NIF-ova bili su vrlo visoki, što je dovelo u pitanje njihov opstanak i navelo dioničare da otkazu ugovor društvima za upravljanje. Neki su uzimali čak i više od 7 posto na neto-imovinsku vrijednost, u situaciji kad je pojam te vrijednosti izrazito arbitraran. Budući da se tim istim fondovima trgovalo uz diskont od prosječno 50 posto, to znači da su troškovi upravljanja u odnosu na tržišnu kapitalizaciju bili puno veći – više od 15 posto, što je stopa nezabilježena u venture capital fondovima te se nije mogla ni kratkoročno održati, bez obzira na aktivni pristup koji je trebao polučiti "dodanu vrijednost".

Za razliku od Poljaka, hrvatski se zakonodavac odlučio za češki "pristup odozdo" (bottom up) i vrlo liberalan ulaz – bez tendera i natječaja ljepote – ali uz vrlo zahtjevne financijske i druge kriterije. Naime, za dopuštenje za početak prikupljanja kupona PIF-ovi su morali uložiti jamstveni polog od 12,5 milijuna kuna, koji je procijenjen kao minimum troškova za uspostavu fonda i njegovo vođenje tijekom tranzicijskih pet godina. Time je potpuno ukinuta potreba za fiksnom naknadom koja se pokazala toliko pogubnom u kontekstu nelikvidnih portfelja. Nadalje, da bi se na kraju registrirali, fondovi su morali skupiti najmanje 100 milijuna investicijskih bodova od 1,73 milijarde izdanih. To je teorijski moglo podnijeti 17 fondova, pod pretpostavkom da nitko ne pristupi dražbi samostalno i da su svi fondovi podjednako mali, što je granični slučaj kakav se nije mogao očekivati u praksi. Te dvije zahtjevne stubbe, jamstveni polog i minimum prikupljenih bodova, strukturno su limitirali broj sudionika, a da nitko nije izravno odbijen od kakvog centra moći. Osnovan je tržišno održiv maksimum od sedam privatizacijskih investicijskih fondova od kojih su se dva do posljednjeg dana borila za opstanak, pokušavajući skupiti kritičnih sto milijuna bodova.

Nepostojanje fiksne naknade umjesto koje je uvedena naknada za uspješnost u obliku dionica fonda u iznosu od 30 posto razlike prosječne tržišne kapitalizacije u zadnjem tromjesečju prije pretvorbe u redoviti investicijski fond i druga tri mjeseca nakon uvrštenja na burzu, obveza tran-

sparentnog trgovanja te obveza za usklađivanjem portfelja sa Zakonom o investicijskim fondovima za najdulje pet godina predstavljaju jamstvo da će PIF-ovi prodavati svoje udjele u tvrtkama kako bi mogli kupiti likvidnije instrumente te da neće moći dugoročno uživati sinekure nadzornih odbora. Također će biti zainteresirani za bilo koji oblik restrukturiranja koji bi se mogao odraziti na cijenu dionice fonda u ključnom završnom razdoblju. Stoga je za očekivati da će PIF-ovi imati vrlo aktivan pristup i da će stopa promjene uprava poduzeća biti još veća od one u Poljskoj. Dakako, uz napomenu da se u Poljskoj nudilo 60 posto svakog poduzeća, a u Hrvatskoj udjeli variraju te je prosječni samo 29 posto, što znači da je razina potencijalne odlučivosti puno niža.

Još je rano govoriti o tome kakav će pristup imati pojedini PIF-ovi, jer prvi koraci koje su poduzeli prije pune konzumacije vlasništva (upisa u dioničke knjige) nisu iskreni, već su više taktički, da ne prestraše postojeće uprave koje bi u očekivanju smjene mogle namjerno ugroziti vrijednost imovine. Isto bi se moglo reći i za odgovore anketu koju je napravio Institut Ivo Pilar kako bi osvijetlio ovaj problem.

U trenutku neposredno prije konačnog stupanja u posjed, PIF-ovi uglavnom obavljaju dijagnozu stanja u poduzećima s pomoću postojećih uprava te rješavaju administrativno-pravne odnose s Komisijom za vrijednosne papire. Potraga za ulagačima i stručnjacima koji bi ih zastupali u nadzornim odborima u drugom je planu, no za očekivati je da će odmah nakon završetka procesa registracije i uvrštenja na javno tržište izbiti u prvi plan. Kao glavne probleme menadžeri PIF-ova ističu lošu zatečenu financijsko-poslovnu situaciju, prevelik broj zaposlenih i neodgovarajući menadžment, no također ističu kvalifikacije koje ne govore u prilog shvaćanju osobne odgovornosti: teško opće stanje u gospodarstvu i pomoć države (Čengić i suradnici, 1998). Preliminarna prodaja poduzeća bila je vrlo sporadična – u 25 slučajeva, što zapravo znači da je bilo toliko ozbiljnijih pregovora koji bi mogli završiti kupnjom. Kupci su uglavnom domaći, redovito uprave koje žele okrupniti svoj vlasnički udjel. Dva PIF-a izjavila su da postoje ozbiljne ponude stranih ulagača, tri imaju načelne, jedan ih uopće nije imao, a jedan nije ni odgovarao na pitanja.

U izboru članova u nadzornim odborima poduzeća iz portfelja odlučujuću ulogu imat će poznavanje poduzeća, know-how u korporacijskom upravljanju, ali i opće moralno-stručne kvalitete te, svakako, lojalnost PIF-u kao poslodavcu. Ova posljednja napomena vjerojatno je rezultat lo-

ših iskustava velikih državnih sustava (HFP-a i Mirovinskih fondova) sa svojim predstavnicima u nadzornim odborima koji su često vodili vlastitu politiku i nisu bili odgovorni nikome. No, zasad tu ulogu u članstvu NO-a uglavnom obavljaju zaposlenici društva za upravljanje.

Za nadzor tvrtka i pokušaj uglavnom financijsko-upravljačkog restrukturiranja PIF-ovi su već angažirali znatan broj stručnjaka (64), uglavnom domaćih poslovnih savjetnika – industrijskih specijalista i onih općega profila. Ti stručnjaci dolaze pretežito iz gospodarstva, domaćih konzultantskih kuća, ali i iz akademskih krugova. Strani stručnjaci angažirani su u manjoj mjeri, što je razumljivo s obzirom na lokalnu provenijenciju većine PIF-ova, ali i visoku cijenu koja bi se trebala platiti stranom stručnjaku.⁴³ U početku – što je bilo za očekivati – restrukturiranje će se sastojati u pojačanom financijskom nadzoru rada poduzeća (svi PIF-ovi su odgovorili da im je to prioritet) te u postavljanju svojih stručnjaka u NO-e. Dodatna izobrazba čelnih ljudi poduzeća uopće nije predviđena, ali je zato naglasak na izobrazbi zaposlenika društava za upravljanje kako bi mogli uspješno obavljati nadzornu ulogu. Bez obzira na to što takvo pitanje nije bilo u upitniku, vjerujem da će se znatan dio uprava poduzeća iz portfelja regrutirati iz redova sadašnjih zaposlenika društava za upravljanje.

Kako bi imali učinkovit nadzor nad investicijama, PIF-ovi bi morali okrupniti svoje udjele, što – zato što su tvrtke ponuđene s prosječnim 29-postotnim udjelom – znači da bi trebali ne samo mijenjati dionice s drugim PIF-ovima nego i stjecati dionice koje nisu bile predmetom kuponske privatizacije. Zamjena s drugim PIF-ovima samo je donekle prisutna kao prioritet u većine ispitanika, dok je kod samo jednog izrazito prisutna. No, zato niti jedan nije naveo da namjerava stjecati udjele izvan kuponske privatizacije kako bi stekao majoritet i dodatno participirao na vlastitim naporom izazvanom porastu vrijednosti.

Zanimljivo je da PIF-ovi još ne kidaju sve spones državom, jer drže da je za uspješno korporacijsko upravljanje potrebno da država “preuzme ulogu socijalne skrbi i viška zaposlenih” te da zamijeni ono što je u međuvremenu otišlo u stečaj, ili je propalo na drugi način. Taj familijarni odnos prema državi, koja se i dalje poima kao skrbnik i zaštitnik, drastično se razlikuje od likvidacija i otpisivanja imovine propalih tvrtki s čim su se potpuno autonomno suočavali poljski NIF-ovi, čak i u razdoblju dok im je državna riznica bila jedinim dioničarem.

Glede razvoja tržišta kapitala, vjerujem kako su sistemske mjere dovoljno jamstvo za izbjegavanje stanja divovske tržišne kapitalizacije i patuljastog opsega trgovine.

Prodavati imovinu iz portfelja i učiniti vlastitu dionicu atraktivnom trećim ulagačima – pitanje je koje odlučuje o povratu na investiciju jamstvenog pologa te držim da će PIF-ovi dati veći doprinos likvidnosti nego porastu kapitalizacije hrvatskog tržišta kapitala.

Hoće li PIF-ovi postati ona sila koja će svojim pritiskom unijeti više financijske discipline? Hoće li to biti samo neizravni pritisak (prodaja imovine strateškom ulagaču koji će inicirati promjenu) ili izravni, preko svojih članova u nadzornim odborima? Te na kraju, hoće li potpuno odbaciti koncept mukotrpane i teško ostvarive naknade za uspješnost i svjesno srljati u gubitak, a povrat na investiciju izvući pomoću brokerskih naknada i prodaje imovine iz portfelja, pri čemu bi se samo manji dio vraćao dioničarima, dok bi se ostatak odlijevao na račun povezanih društava? Posljednja mogućnost sigurno će biti noćnom morom Komisije za vrijednosne papire.

Na ova pitanja teško je u ovom trenutku nedvosmisleno odgovoriti. Meni se ipak čini da smo – bez obzira na utemeljenu skepsu i pesimistično preduvjerenje da će teško ispuniti glavne zadaće – stvorili pozitivnu promjenu, jer država je ipak najgori dioničar.

Zaključak

Investicijski fondovi kao sudionici privatizacijskog procesa nisu niti u jednoj zemlji koja je provela proces masovne privatizacije ispunili očekivanja, bilo o pozitivnom aktivnom utjecaju na tvrtke u kojima posjeduju veće vlasničke udjele, bilo o sebi kao investicijskom diverzifikatoru rizika koji će skrbiti za imovinu vlastitih dioničara i povećavati njezinu vrijednost. Međutim, ni drugi oblici privatizacije, ako se izuzmu rijetki izravni strateški ulagači, nisu polučili bolje rezultate za korporacijsko upravljanje ili vrijednost osobne imovine pojedinačnog sudionika. Glede osobne imovine pojedinačnog sudionika izuzeci su tvrtke koje pripadaju izrazito propulzivnim sektorima (farmaceutika, telekomunikacije), ili pak onima kojima inherentna logika tehnologije daje jaku poziciju na lokalnom tržištu (duhan, prehrambena industrija). No, postati dioničarem takve tvrtke ili je rezultat slučajnosti zaposlenja, ili je jako skupo, odnosno treba se platiti puna tržišna cijena.

Banke kao vlasnici multipliciraju rizik (kreditni i vlasnički) te lakše daju kredite vlastitoj imovini, uzimajući time sredstva onima koji bi bili pogodniji generator gospodarskog rasta. Tvrtke pod kontrolom insidera pak imaju malo motiva provesti restrukturiranje, jer ono nužno uključuje bolne i nepopularne rezove.

Masovne privatizacije bez sudjelovanja institucionalnih posrednika uopće se ne bi dale provesti i završile bi s golemim udjelom apstinencija. Ako se pravila igre postavile dosta transparentno i destimulativno za trajno parazitiranje na imovini u portfelju, investicijski fondovi mogu poslužiti za jačanje financijske discipline i aktivnu potragu za strateškim ulagačima koji jedini mogu provesti specifično industrijsko restrukturiranje i uspostaviti zadovoljavajuće korporacijsko upravljanje. Međutim, upravitelji investicijskih fondova na tom putu treba pažljivo nadzirati, kako ne bi stvarali vrijednost ponajprije za sebe i zanemarivali interese dioničara koji su nedostatno izobraženi i podložni utjecaju glasnika te je stoga lako njima manipulirati. No, ni najuspjeliji od svih mogućih scenarija ne može doseći nerealna očekivanja i prosječni diskontni faktori u dovoljno dugom razdoblju zapravo su odraz one vrijednosti koju priznaje tržište.

BILJEŠKE

¹ MEBO je management and employee buy-out ili otkup dionica od uprava i zaposlenih. Hrvatska pretvorba, posebice prije izmjene zakona u travnju 1993, kad se pravo insidera ograničilo na 50 posto glavnice, pripada toj kategoriji. MBO, management buy-out, predstavlja otkup od uprava. MBI, management buy-in je tehnika pri kojoj vanjska grupa kupuje tvrtku i njome dobiva pravo upravljanja.

² To vjerovanje pokazalo se potpuno pogrešnim jer su ga kasniji događaji demantirali. Češka svojom brzom masovnom privatizacijom uopće nije popravila svoju gospodarsku strukturu, iako je zbog povoljnog zemljopisnog položaja i kulturološke tradicije uspjela privući dosta izravnih stranih ulaganja, kandidat je za brzi ulazak u EU i ušla je u NATO te je, stoga, možemo smatrati uspješnom tranzicijskom zemljom. Međutim, potpuna irelevantnost, pa čak i štetnost "brze privatizacije", najbolje se može vidjeti na primjeru Rusije koja je sredinom devedesetih u dvije godine uspjela privatizirati nevjerojatnih 125.000 poduzeća. O ishodu takve operacije dosta govore svakodnevne medijske vijesti, a posvećen mu je i veliki dio Transition Reporta 1998 Europske banke za obnovu i razvoj. Na str. 22 stoji: "Brza privatizacija nije bila kombinirana s učinkovitim reformama kako bi se poboljšalo korporacijsko upravljanje, konkurencija ulaskom novih sudionika na tržište i prava financijska disciplina... Rusija je postala rastuće tržište eksplozivnih kontrasta. Banke su trgovali sofisticiranim financijskim derivatima, ali bile su nesposobne privući štednju stanovništva. Trgovanje na burzi doseglo je iznose od više od 100 milijuna USD dnevno, no dioničari su često bili spriječeni konzumirati osnovna dionička prava. Goleme financijsko-industrijske grupacije bile su stvorene kako bi pomogle sinergiju između banaka i velikih poduzeća, dok je rastući broj tvrtki morao poslovati uz pomoć kompenzacija kako bi opstao. Samostvoreni 'oligarsi' koji su upravljali tim financijsko-industrijskim grupacijama dočepali su se golemih bogatstava, ostavljajući radnike bez plaća i državu bez prikupljenih poreza."

³ No, treba biti pravedan i konstatirati da su spomenute zemlje imale tržišna gospodarstva u kojima je trebalo privatizirati ograničen broj

nacionalnih monopola i strateških tvrtka u kojima je glavni dio činila javna infrastruktura poput telekomunikacija i energije, dakle tvrtka kojima se isplati posvetiti posebna pozornost te koje su na izrazito ortodokсне načine privatizirane i u tranzicijskim zemljama.

⁴ Vidi David Ellerman: *Voucher Privatization with Investment Funds: A Sure Way to Decapitalize Industry*, u newsletteru *Transition* Svjetske banke i William Davidson instituta, Washington, prosinac 1998.

⁵ To je razumljivo. Ako je izlazak iz investicije u gotovinsku poziciju maksimum aktivnosti, onda takav prije svega mora biti moguć. A moguć je samo kad su posrijedi vrijednosni papiri tvrtka koje posluju potpuno transparentu, uvrštene su na burze i kojima se trguje najveći broj radnih dana u godini. Osim tog tehničkog burzovnog aspekta, postoji i vrlo jasna fundamentalna karakteristika poželjne portfeljne investicije: riječ je o tvrtki koja je propisno vođena i kojoj ne treba dodatni element za uspostavu korporacijskog upravljanja. Portfeljni ulagač poklanja svoje povjerenje ponajprije dobroj upravi.

⁶ D. Ellerman, *Transition*, str. 10

⁷ Ovako opisano kofinanciranje pri kojem strateški ulagač investira u fond koji ga onda financijski prati u poduzetničkom pothvatu djeluje komplicirano, pa se postavlja pitanje: čemu uopće fond, ako je poduzetnik isključivi agent nadzora i korporacijskog upravljanja. Međutim, ono što na prvi pogled djeluje kao suvišan trošak zapravo je plaćanje specifičnog oblika osiguranja pri nastupu u rizičnom okruženju. Zamislite deset poduzetnika koji su spremni svaki posebno financirati i upravljati vlastitim investicijama na rizičnom tržištu. Jedna alternativa bila bi da svaki ide za sebe i pri tom preuzima rizik potpune propasti. U ovom slučaju dio sredstava ulažu u venture fond te u slučaju propasti investicije kojom sami upravljaju propada iznos izravnog sufinanciranja i idealni dio investicije u fond, što ide i na račun drugih ulagača u fond. Dakle, za jedan dio sufinanciranja moguća je socijalizacija gubitka i očuvanje sredstava, ako su druge investicije uspješno zaživjele. Upravljačka struktura nekih od tih fondova – posebice glede naknade za uspješnost – bila je model i za hrvatskog zakonodavca, prilikom donošenja Zakona o privatizacijskim investicijskim fondovima.

⁸ Također i za razliku od venture fonda koji sam ili sa strateškim suinvestitorima upravljački nastupa istovjetno holding-društvu.

⁹ Iz razloga neprimjenjivosti pravila koja definiraju portfeljnu narav investicijskog fonda na kuponske fondove, hrvatski je zakonodavac odredio da se na PIF-ove ne primjenjuje odredba o limitima ulaganja u dionice s pravom glasa pojedinog izdatnika. Hrvatski kreatori modela kuponske privatizacije bili su svjesni te teškoće, jer se u nizu zemalja koje su slične privatizacije provele ranije pokazala razornom. Međutim, taj se argument na žalost može primijeniti i na hrvatski slučaj, jer se većina od 471 društva s popisa za kuponsku privatizaciju nudila u ispodpolovičnim udjelima – prosjek je bio 29 posto dionica s pravom glasa u ukupnoj glavnici, što je dodatno umanjeno dražbovnom strategijom fondova “svi na sve”. Stoga bi za hrvatske PIF-ove, ako se odluče za strategiju restrukturiranja, bilo ključno da se pokušaju dočepati i udjela koje drže dioničari izvan kuponske privatizacije, posebice mali dioničari i banke. Kako bi to uspjeli provesti, treba im gotovina koju mogu priskrbiti jedino prodajom nekih drugih dionica. O tome će više biti riječi pri detaljnom predstavljanju hrvatskog modela.

¹⁰ Naknada za uspješnost postoji kod aktivno vođenih fondova, a kod onih pasivnih nema potrebe za tim instrumentom. Redovita je u ven-

ture capital fondova u kojima često predstavlja dominantni dio naknade.

- ¹¹ Hrvatski kreator modela kuponske privatizacije bio je svjestan te teškoće i u Zakonu o privatizacijskim investicijskim fondovima ukinuo fiksnu naknadu, zamijenivši je visokom naknadom za uspješnost, naplativom u dionicama prilikom pretvorbe PIF-a u redoviti investicijski fond. U ovome trenutku nije poznato nosi li takva struktura neke specifične teškoće, ali su zato zapaženi napori nekih PIF-menadžera da je izmijene i uvedu fiksnu godišnju naknadu.
- ¹² Zanima me kako će se PIF-ovi postaviti prema tom problemu. Naime, još dok je trajala dražba za poduzeća, imao sam zanimljiv razgovor s jednim od fond-menadžera koji je tražio stručnjake, poglavito industrijske specijaliste, revizore i ljude s iskustvom u korporativnom nadzoru. U to vrijeme njegova ideja bila je stvoriti profesionalnu ekipu koja bi bila odgovorna društvu za upravljanje i bila plaćena naknadom za članstvo u nadzornim odborima. To bi za društvo za upravljanje bila vrlo razumna odluka, jer bi bila riječ o stručnim nadzornicima koji ne bi bili dodatni trošak. Međutim, čovjek koji je to predlagao osobno je ušao u velik broj nadzornih odbora i dosad je regrutirao samo nekoliko stručnjaka. To znači još jednu pobjedu “starih snaga”, odnosno da se PIF-ovi brzo prilagođuju i biraju pravac manjeg otpora. No, to također može značiti opasno odustajanje od restrukturiranja kao politike. Naknade za članstvo u nadzornim odborima osobni su novac i prihod koji ne ovisi o restrukturirajućem naporu. U slučaju angažmana neovisnog stručnjaka društvu bi jedini interes bio povećanje vrijednosti portfelja, budući da stalni djelatnici društva ne bi imali ništa s tim naknadama te bi pritiskali svoje članove da poduzimaju korake u pravcu restrukturiranja, ili bi ih u protivnom smijenili, uskrativši im izvor egzistencije.
- ¹³ Poljski program masovne privatizacije pokušao je stvoriti fondove kojima bi upravljali “zapadni stručnjaci” koji bi restrukturirali poduzeća iz portfelja. No, taj pristup također nije polučio željene rezultate zbog velikog broja poduzeća u svakom portfelju, udaljenosti društva za upravljanje fondom od svakodnevnih izazova restrukturiranja poduzeća te tipičnog nedostatka industrijske ekspertize kod fond-menadžera. Investicijskim fondovima uglavnom upravljaju financijski analitičari, pravnici i računovođe koji imaju vrlo malo upravljačkog ili tehničkog iskustva u industriji, ili ga pak uopće nemaju.
- ¹⁴ U većini zemalja privatizacijski fondovi nastajali su “odozdo”, privatnopoduzetničkim naporom koji je uključivao prikupljanje individualnih prava opredmećenih u vaučeru, certifikatu ili kuponu. Za fondove koje osniva država kažemo da nastaju “odozgo”, aktom vlade ili parlamenta. Takvi su državni vlasnički fondovi i privatni vlasnički fondovi u Rumunjskoj i nacionalni investicijski fondovi u Poljskoj, s tom razlikom što je rumunjski primjer poput Hrvatskog fonda za privatizaciju podijeljenog na dva portfelja različitog naziva i slične uprave, dok je u Poljskoj vlada pomoću tendera sklopila ugovor s profesionalnim, uglavnom međunarodnim društvima za upravljanje.
- ¹⁵ Fondovi “odozgo” imaju još ozbiljniju teškoću: ili su nastavak državne kontrole pod drugim imenom (Rumunjska) ili pak pate od klijentizma i upletanja političara koji im – kao krajnji poslodavci – sjede u nadzornim odborima (Poljska).
- ¹⁶ Ovu teškoću hrvatski zakonodavac pokušao je prevladati institutom jamstvenog pologa od najmanje 12,5 milijuna kuna kojim bi se treba-

lo financirati poslovanje fonda do njegove konačne pretvorbe u redoviti investicijski fond zatvorenog tipa. Insitut jamstvenog pologa pokazao se korisnim i, prema riječima samih fond-menadžera, spasio ih je od panične potrage za sredstvima u hodu. Međutim, osnivači fondova imali su goleme troškove za koje je upitno mogu li se vratiti unovčavanjem naknade u dionicama na kraju puta. Bez obzira na to što je Zakon o privatizacijskim investicijskim fondovima rekao da je “jamstveni polog izuzet od ovrhe”, nije tajna da su neka društva za upravljanje posudila novac i da će ga trebati na ovaj ili onaj način vratiti. Više je nego sigurno da će to pokušati prodajom sa strane, pri čemu dio prihoda ne bi ušao u portfelj kao imovina dioničara, izvornih imatelja kupona, već bi se uporabio kao “prijateljska doznaka” za povrat duga.

¹⁷ To pitanje nikako nije novo, niti vezano uz pojam tranzicije. Povijesno se pojavilo kao posljedica modernog korporativizma koji je razdvojio vlasnika kapitala od upravljačke funkcije.

¹⁸ Ibidem, str. 21

¹⁹ Podebljanje je u izvorniku

²⁰ Aristobulo de Juan: *Linkages Between Bank Restructuring, Bank Privatization and Enterprise Restructuring*, zbornik *Bank Rehabilitation and Enterprise Restructuring*, CEEP Workshop Series; No. 6, 1995, str. 18

²¹ Aristobulo de Juan: *Linkages Between Bank Restructuring, Bank Privatization and Enterprise Restructuring*, zbornik *Bank Rehabilitation and Enterprise Restructuring*, CEEP Workshop Series; No. 6, 1995, str. 27

²² EBRD Transition Report 1998

²³ Vidi Adolf Berle i Gardiner Means: *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1932

²⁴ Termin nije bio “privatization”, nego “taking private”, što je značilo da se vlasništvo koncentrira u malom broju ruku onih čiji je radni napor odlučujući za ishod poslovanja te da se dionice povlače s javnog tržišta na kojem su ih mogli stjecati oni koji nemaju suodnosa s radnim procesom. “Taking private” proces je pokušaj nijekanja portfeljnih ulagača koji se poimaju poput parazita ili, u boljem slučaju, poput tek pasivno zainteresiranih kreditora.

²⁵ LBO je otkup kompanije uz veliko zaduživanje, bilo prema trećoj strani ili prodavatelju. Svi otkupi poduzeća u hrvatskoj pretvorbi koji su stvorili velepoduzetnička carstva mogli bi se podvesti pod ovaj oblik.

²⁶ Vidi David P. Ellerman: *Management and Employee Buy-outs in Central and Eastern Europe* u zborniku *Management & Employee Buy-outs as a Technique of Privatization*, CEEP Workshop Series No. 3, Ljubljana, 1993.

²⁷ Ibid. str. 16/17

²⁸ U tome je osobito aktivan bio tajkunski upravljački sloj iznikao iz management buy-in metode, ili otkupa poduzeća od vanjskog čimbenika s pomoću poluge, pri čemu se uz minimalno vlastito ulaganje kupovalo pravo upravljanja i raspolaganja resursima tvrtke, dok je dominantno sredstvo plaćanja bilo obećanje vraćanja iz budućih prihoda.

²⁹ Moram ovdje priznati da je motivacija čimbenika čiji napor ima utjecaja na ishod vrlo važna, što je u velikim korporacijama standardizirano u programima dioničkih opcija, ponuđenih razmjerno relevantnosti pojedinačnih napora. Međutim, dionička opcija nije koncept in-

sidera koji je samome sebi sudac, već racionalna odluka vlasnika kapitala koji pristaje na razvodnjavanje svojega udjela razmjerno porastu vrijednosti koji je posljedica djelovanja nositelja relevantnog napora.

³⁰ EBRD Transition Report 1998, str. 7

³¹ EBRD Transition Report 1998, str. 32

³² Empirijska studija o izravnim stranim ulaganjima u 69 zemalja u razvoju; E. Borensztein, J. de Gregorio i J. W. Lee: *How does foreign direct investment affect economic growth?* NBER Working Paper, 5057

³³ EBRD Transition Report 1998, str. 77

³⁴ Vidi Robert E. Anderson: *Voucher Funds in the Transition Economies: the Czech and Slovak Examples* u zborniku *Investment Funds as Intermediaries of Privatization*, CEEP, Ljubljana, 1994.

³⁵ Vidi Jerzy Thieme: *The Legal Structure of the National Investment Funds*, u zborniku *Investment Funds as Intermediaries of Privatization*, CEEP, Ljubljana, 1994.

³⁶ Pune dvije godine - od srpnja 1995. do svibnja 1997. državna riznica bila je jedini dioničar svih NIF-ova, jer se tek tad moglo zamijeniti certifikate za dionice - certifikati su bili emitirani godinu i pol prije toga, a godinu prije toga bili su uvršteni na burzu. Čini mi se da se preuzimanje NIF-ova dogodilo prije no što su građani stekli dionice.

³⁷ Opće hrvatsko zakonodavstvo dopušta investicijskim fondovima ulaganje u inozemne vrijednosne papire, a takvo ne brani ni Zakon o privatizacijskim investicijskim fondovima. Međutim, ako Komisija za vrijednosne papire želi izbjeći prevare češkoga tipa, morat će propisati i možda taksativno navesti vrijednosne papire u koje se smije ulagati. Kriterij bi mogao biti investicijski rating izdatnika, možda A kao granica.

³⁸ The Polish NIFs, Nomura Equity Research, London, June 1998, str. 19

³⁹ Vidi THE ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, May 5, 1999. *Poland Finance: NIFs new owners cut costs, consolidate*, London

⁴⁰ Ibidem

⁴¹ Mariola Balicka u listu Polityka, preneseno u publikacije THE ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, May 5, 1999.

⁴² Ova pojava zapažena je u svim tranzicijskim zemljama i njome se posebno bavi posljednji Transition Report EBRD-a: "Uistinu, uvijek su najveći 'pobjednici' prve faze reforme oni koji postavljaju najteže prepreke idućoj fazi reforme. Što je veća koncentracija ekonomskih dobitaka u prvim godinama tranzicije - dok je država još uvijek u procesu pretvorbe - veća je sposobnost tih pobjednika da ovladaju političkim procesom i spriječe daljnje reforme... Državni menadžeri koji su postali privatnim vlasnicima - veliki pobjednici privatizacija u mnogim zemljama - spriječili su nastanak učinkovita korporativnog upravljanja kako bi uklonili prijatnu vanjsku kontrolu.", Transition Report 1998, str. 24

⁴³ Još jednom obratite pozornost na visoke troškove u Poljskoj. Iako je veći dio namijenjen aktivnom restrukturiranju tvrtka iz portfelja, ne može se zanemariti niti visoka naknada društvu za upravljanje u kojem ima mnogo međunarodnih upravljača fondova koji očekuju londonske ili newyorške plaće. Dakako, oni su većega iskustva i kvalitete od resursa koji bi se mogli naći na domaćem tržištu, ali situacija pomalo podsjeća na kupnju ferarrija za vožnju po seoskom putu.

LITERATURA

- Berle, A., Means, G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York.
- Čengić, D. i suradnici, (1998), *Percepcija masovne/kuponske privatizacije. Završni istraživački izvještaj*, Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb.
- EBRD (1998), *Transition Report 1998. Financial Sector in Transition*, December 1998. London
- Ellerman, D. P. (1993), Management & Employee Buy-Outs as a Technique of Privatization, Ljubljana, *CEEPN Workshop Series*, No. 3.
- NOMURA Equity Research (1998), *The Polish NIFs*, June 1998, London.
- Simoneti, M., Kawalec, S. (1995), Bank Rehabilitation and Enterprise Restructuring, Ljubljana, *CEEPN Workshop Series*, No. 6.
- Simoneti, M., Triska, D. (1994), Investment Funds as Intermediaries of Privatization, Ljubljana, *CEEPN Workshop Series*, No. 5.
- The World Bank (1998), *Transition. The Newsletter About Reforming Economies*, December 1998. The World Bank and The William Davidson Institute. Volume 9, Number 6. Washington.