

Univerzita Karlova v Praze
Fakulta sociálních věd

Institut ekonomických studií

BAKALÁRSKA PRÁCA

Zahraničné investície a corporate governance
Prípadová štúdia podniku Východoslovenské železiarne, a.s.

Vypracovala: Katarína Jánošíková
Konzultant: Prof. Ing. Karel Kouba, DrSc.
Akademický rok: 2002/2003

Prehlásenie

Prehlasujem, že som bakalársku prácu vypracovala samostatne a použila len uvedené pramene a literatúru.

Vo Vrútkach dňa 8.7.2003

podpis študenta

Podakovanie

Romanovi za debaty, ktoré ma motivovali v ďalšom písaní.

TÉZA BAKALÁRSKEJ PRÁCE

ZAHRANIČNÉ INVESTÍCIE A CORPORATE GOVERNANCE PRÍPADOVÁ ŠTÚDIA PODNIKU VÝCHODOSLOVENSKE ŽELEZIARNE, A.S.

Prvá fáza transformácie postkomunistických ekonomík spočívala v celkovej makroekonomickej reforme, ktorá mala tieto ekonomiky priblížiť ekonomikám trhovým. Až po nich nasledovala reforma legislatívy a inštitúcií vytvárajúcich trhové prostredie.

Berglöf (1995) tvrdí, že mnohí pozorovatelia na počiatku transformácie považovali privatizáciu a liberlizáciu trhu sa dostačujúce pre naplnenie transformačného procesu, otázky corporate governance v tomto období neboli považované za dôležité. Dôležitosť vytvorenia systému corporate governance sa stala predmetom až neskorších diskusií.

Ako sa však neskôr ukázalo, systém corporate governance bol po privatizácii druhou nutnou podmienkou úspešnej reštrukturalizácie podnikov. Kogut (1997) tvrdí, že privatizácia nemôže vytvoriť dostatočné vedomosti o tom, ako organizovať a usmerňovať ekonomické aktivity. Je to jednak kvôli politickým a jednak poznávacím obmedzeniam. Nedostatočná vyvinutosť systému corporate governance mohla byť jednou z príčin toho, že manažéri a pracovníci nemali dostatočné motivácie zmeniť svoje dovtedajšie zvyklosti.

Na úrovni podnikov, ktoré potrebovali rozsiahlu reštrukturalizáciu, bolo pomerne ťažké rozlíšiť, ktoré postupy sú vhodné a ako ich implementovať. O to väčší problém to bol na úrovni systémovej, tj. celej spoločnosti. Jeden zo spôsobov, ktorým mohol byť zredukovaný proces hľadania a experimentov, je imitácia postupov, ktoré sú zaužívané a osvedčené v trhových ekonomikách.

Vo svojej práci by som sa chcela zamerať na to, aký vplyv na vývoj inštitúcií, a v tomto prípade zvlášť na systém corporate governance, mohli mať priame zahraničné investície. Domnievam sa, že existuje niekoľko pozitív a negatív vstupu priameho zahraničného kapitálu do akciových spoločností v tranzitívnych ekonomikách. Na základe prípadovej štúdie by som chcela na konkrétnom podniku ukázať niektoré možné vplyvy priamych zahraničných investícií na rozvoj mechanizmov corporate governance v kontexte transformácie slovenskej ekonomiky.

LITERATÚRA

- Aoki, K.** (1995): „Controlling Insider Control: Issues of Corporate Governance in Transition Economies“ v: *Corporate Governance in Transitional Economies: Insider Control and Role of Banks*, Aoki, M. a Kim H.K. (editori), The World Bank, Washington, D.C.
- Berglöf, E.** (1995): „Corporate Governance in Transition Economies: The Theory and Its Policy Implications“ v: *Corporate Governance in Transitional Economies: Insider Control and Role of Banks*, Aoki, M. a Kim H.K. (editori), The World Bank, Washington, D.C.
- Brada, J.C. – Singh, I.** (ed., 1999): *Corporate Governance in Central Eastern Europe: case studies of firms in transition*; M.E.Sharpe, Inc.
- Jánošíková, K. – Janoušek, J. – Keller, R.** (2002): Case Study – The Fall and Rise of a Slovak Giant, *The 5th Annual John T. Garrity Conference Brochure – Success together*, The Leadership Forum, Praha
- Keasey, K. – Thompson, S. – Wright, M.** (1997): „Introduction: The Corporate Governance Problem – Competing Diagnoses and Solutions“ v: *Corporate Governance: Economic, Management and Financial Issues*, Keasey, K. Thompson, S. a Wright, M. (editori); Oxford University Press
- Kogut, B.** (1996): „Direct Investment, Experimentation, and Corporate Governance in Transition Economies“ v: *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, Volume 1: Banks, Funds, and Foreign Investors, Frydman, R., Gray, Ch. W., Rapaczynski, A. (editors); Central European University Press
- Kudrna, Z.** (2002): *Struktury ovládání bank: teorie a empirie*, diplomová práce IES FSV UK
- Mlčoch, L.** (1996): *Institucionální ekonomie*, Karolinum, Praha

Zahraničné investície a corporate governance

Prípadová štúdia podniku Východoslovenské železiarne, a.s.

Katarína Jánošíková

Abstrakt:

Práca sa zaoberá mechanizmami corporate governance v podniku počas ekonomickej transformácie na Slovensku. Cieľom práce je prostredníctvom analytického rámca a prípadovej štúdie podniku Východoslovenské železiarne, a.s. popísať vývoj a fungovanie inštitúcií corporate governance na úrovni podniku a analyzovať vplyv zahraničných investícií na corporate governance. Rozdielny vývoj popisovaného podniku v dvoch obdobiach, spojený s prítomnosťou dvoch rôznych typov zahraničnej investície, vytvoril priestor pre porovnávanie jednotlivých aspektov corporate governance a analýzu pôsobenia zahraničných investícií na ne.

Foreign investments and corporate governance

The case study of Východoslovenské železiarne, a.s.

Katarína Jánošíková

Abstract:

The paper is dealing with corporate governance mechanisms in a company during the period of economic transformation in the Slovak republic. The aim of the paper is by means of the analytical framework and the case study of the company Východoslovenské železiarne, a.s. to describe the development and functioning of the corporate governance institutions at the company level and to analyse the influence of foreign investments on corporate governance. Different development of the company in two consecutive periods afforded opportunity for a comparison of particular aspects of corporate governance and an analysis of impact of foreign investments on these aspects.

OBSAH

OBSAH.....	8
1. ÚVOD.....	10
2. ANALYTICKÝ RÁMEC.....	12
2.1 CORPORATE GOVERNANCE.....	12
2.1.1 PRINCIPÁL VERSUS AGENT.....	12
2.1.2 DEFINÍCIA POJMU CORPORATE GOVERNANCE.....	13
2.1.3 TEORETICKÉ PRÍSTUPY KU CORPORATE GOVERNANCE.....	14
2.1.4 MECHANIZMY CORPORATE GOVERNANCE.....	16
2.2 INŠTITÚCIE.....	19
2.2.1 DEFINÍCIA POJMOV.....	19
2.2.2 INŠTITÚCIE A ORGANIZÁCIE.....	21
2.2.3 INŠTITUCIONÁLNE ASPEKTY EKONOMICKEJ TRANSFORMÁCIE.....	21
3. VÝVOJ MECHANIZMOV CORPORATE GOVERNANCE.....	23
3.1 SPRÁVA PODNIKOV V SOCIALISTICKÝCH EKONOMIKÁCH.....	23
3.2 VÝVOJ CORPORATE GOVERNANCE V TRANZITÍVNYCH EKONOMIKÁCH (PRÍKLAD SLOVENSKA).....	25
3.2.1 STRUČNÝ POPIS TRANSFORMÁCIE SLOVENSKEJ EKONOMIKY.....	26
3.2.2 REŠTRUKTURALIZÁCIA PODNIKOV.....	27
3.2.3 PRIVATIZÁCIA NA SLOVENSKU.....	28
3.2.4 VÝVOJ CORPORATE GOVERNANCE NA SLOVENSKU.....	31
3.3 PRÍPADOVÁ ŠTÚDIA PODNIKU VÝCHODOSLOVENSKÉ ŽELEZIARNE, A.S. (VÝVOJ V OBDOBÍ 1990-1998).....	36
3.3.1 ÚVOD.....	36
3.3.2 OBDOBIE 1990 – 1993.....	37
3.3.3 OBDOBIE 1994 – 1998.....	38
3.3.4 ZHRNUTIE.....	48
4. PRIAME ZAHRANIČNÉ INVESTÍCIE A CORPORATE GOVERNANCE.....	50

4.1	PRIAME ZAHRANIČNÉ INVESTÍCIE.....	50
4.2	PRIAME ZAHRANIČNÉ INVESTÍCIE Z POHLADU INVESTORA.....	50
4.3	PRIAME ZAHRANIČNÉ INVESTÍCIE A CIEĽOVÝ PODNIK.....	53
4.4	PRIAME ZAHRANIČNÉ INVESTÍCIE A CIEĽOVÁ EKONOMIKA.....	53
4.5	VPLYV PRIAMYCH ZAHRANIČNÝCH INVESTÍCIÍ NA CORPORATE GOVERNANCE...56	
4.6	PRÍPADOVÁ ŠTÚDIA PODNIKU VÝCHODOSLOVENSKÉ ŽELEZIARNE, A.S. (VÝVOJ V OBDOBÍ1998 – 2003).....	59
4.6.1	ZAČIATOK NOVEJ ÉRY.....	59
4.6.2	PO ROZDELENÍ.....	68
4.6.3	ZHRNUTIE.....	73
5.	ZÁVER.....	75
	PRÍLOHA 1.....	77
	PRÍLOHA 2.....	78
	PRAMENE A LITERATÚRA.....	79

1. KAPITOLA

Úvod

Transformácia centrálne plánovaných ekonomík na ekonomiky trhové predstavuje jedinečnú príležitosť ako prehliť poznatky o princípoch fungovania trhových ekonomík a o uskutočňovaní veľkých inštitucionálnych zmien. Z pozície priamych účastníkov máme možnosť na vlastnej koži pozorovať, ako celý proces transformácie prebieha a spätne analyzovať a hodnotiť jednotlivé etapy jeho vývoja.

Vo svojej práci sa zameriavam na popis a analýzu vývoja systému corporate governance, ktorý je jednou z nutných podmienok zabezpečenia úspešného fungovania podnikov v trhovom prostredí. S úmyslom pochopiť do hĺbky vznik, vývoj a fungovanie formálnych a neformálnych inštitúcií tvoriacich rámec corporate governance na Slovensku som zvolila metódu prípadovej štúdie, ktorá mi umožnila detailný pohľad na jednotlivé aspekty sledovaného javu. Cieľom tejto práce je na príklade spoločnosti Východoslovenské železiarne, a.s. popísať, ako sa na úrovni podniku vyvíjali a fungovali inštitúcie corporate governance a akú úlohu v celom procese zohrali zahraničné investície.

Históriu podniku Východoslovenské železiarne, a.s. možno rozdeliť do dvoch odlišných etáp, s rôznou vlastníckou a organizačnou štruktúrou, vďaka čomu vznikol priestor pre porovnanie jednotlivých aspektov corporate governance a pre analyzovanie pôsobenia zahraničných investícií naň.

Štruktúra práce: Náplňou nasledujúcej kapitoly je popis analytického rámca, pomocou ktorého som sa snažila pojať problematiku corporate governance. V prvej časti definujem samotný pojem corporate governance a spôsob jeho uchopenia, v druhej časti popisujem zvolený inštitucionálny prístup k ekonomickej transformácii.

Tretia a štvrtá kapitola predstavujú jadro tejto práce. Popisujem v nich vývoj podniku rozdelený do dvoch etáp, pričom v každom z týchto období sa zameriavam na to, akým spôsobom ovplyvnili zahraničné investície corporate governance v podniku. Tretia kapitola popisuje vývoj v období 1990 – 1998, keď zahraničného investora predstavovali zahraničné banky. Štvrtá kapitola popisuje vstup priamych zahraničných investícií do podniku, časovo je vymedzená v rokoch 1998 - 2003. Súčasťou každej z kapitol je úvod do problematiky týkajúcej sa tej ktorej časti prípadovej štúdie a popis prostredia, v ktorom podnik pôsobil. Na

záver každej z kapitol stručne zhrniem vplyv toho ktorého druhu zahraničnej investície na corporate governance v podniku.

Cieľom záverečnej kapitoly je zhrnúť vývoj v podniku a formulovať závery o corporate governance a jej vzťahu k zahraničným investíciám.

2. kapitola Analytický rámec

2.1 CORPORATE GOVERNANCE¹

Corporate governance patrí v poslednom období medzi najdiskutovanejšie témy. Ani zďaleka však nie je témou novou. Systém corporate governance sa vyvíjal po stáročia, veľmi často bol jeho rapídny vývoj odpoveďou na zlyhania podnikov, či systémové krízy (Iskander a Chamlou, 2000). Nie je tomu inak ani v súčasnosti, a to jednak v dôsledku potreby rozvoja mechanizmov corporate governance v tranzitívnych ekonomikách, a ďalej v dôsledku zlyhania tohto systému v najrozvinutejších ekonomikách.

2.1.1 PRINCIPÁL VERSUS AGENT

Základný problém, z ktorého celá problematika corporate governance pramení, spočíva v oddelení vlastníctva a výkonného rozhodovania v akciovej spoločnosti (Keasey, Thompson a Wright, 1997). Tým vzniká priestor pre manažment akciovej spoločnosti, ktorý môže v dôsledku informačnej asymetrie a rozdielných záujmov upustiť pri rozhodovaní od ideálu maximalizácie zisku a minimalizácie nákladov v akciovej spoločnosti a uchýliť sa k rôznym redistribučným stratégiám. Medzi najznámejšie redistribučné stratégie manažmentu patrí²:

- *Budovanie impérií* (Empire-building). Nadmerná expanzia podniku, ktorá má zabezpečiť významné postavenie a uznanie manažmentu.
- *Vyvlastňovanie finančných prostriedkov* (Expropriation of funds). Vyvlastňovanie môže mať napríklad formu vyváždzania hotovosti a predaja výrobkov, prípadne aktív spoločnosti pod ich trhovú cenu, vyplácanie rôznych odmien pred splácaním dlhu alebo výplatou dividend.

¹ V slovenčine zatiaľ neexistuje ustálený preklad termínu „corporate governance“. Niektorí autori (Marcinčin, 2000d) používajú pojem „správa obchodných spoločností“, existuje i niekoľko českých prekladov, napríklad „ovládání korporace“ (Mlčoch, 1996:7), „správa velkých akciových společností (Mejstřík:1999), či „struktury ovládání“ (Kudrna, 2002). Ja som sa rozhodla používať v bakalárskej práci pôvodný anglický termín „corporate governance“.

² Pri zostavovaní zoznamu som vychádzala z nasledujúcej literatúry: Aoki (1995), Kudrna (2002), Shleifer a Vishny (1997).

- *Spotreba privilégií a služobných pôžitkov* (Consumption of perquisites). Takéto redistribučné stratégie patria k najmenej nákladným, manažéri napríklad zariaďujú svoje kancelárie drahým nábytkom alebo sa prepravujú podnikovým lietadlom.
- *Neochota odísť* (Entrenchment). Manažéri zostávajú na svojom poste, aj keď nie sú dostatočne schopní alebo kvalifikovaní, aby tento post zastávali.
- *Manipulácia ekonomických výsledkov* (Dubious/creative accounting). Manažéri manipulujú v krátkom období finančné výkazy spoločnosti, aby tak maximalizovali svoje osobné odmeny, odvíjajúce sa od finančnej situácie spoločnosti.
- *Tunelovanie* (Asset stripping).
- *Zaháľanie manažmentu* (Management slack). Manažéri nie sú ochotní niesť osobné náklady vyplývajúce z výkonu ich povolania a upúšťajú napríklad od inovácií alebo minimalizácie nákladov.

Oportunizmus manažérov – agentov môže v konečnom dôsledku zredukovať objem prostriedkov, ktoré sú majitelia kapitálu - princípiáli ochotní investovať do podnikov. Odpoveďou na tento problém sú snahy o nájdenie a zdokonaľovanie mechanizmov corporate governance.

2.1.2 DEFINÍCIA POJMU CORPORATE GOVERNANCE

Napriek tomu, že problematikou oddelenia vlastníctva od kontroly sa zaoberali už mnohí ekonómovia, medzi nimi napríklad Adam Smith (1776), Alfred Marshall (1920) či Berle a Means (1932)³, ekonomická obec do dnešného dňa nenašla jednotnú definíciu toho, čo vlastne termín corporate governance pokrýva.

V najužšom zmysle tento termín predstavuje systém skladania účtov hlavného vedenia podniku akcionárom. V najobširnejšej verzii tento pojem zahŕňa celú sieť formálnych a neformálnych vzťahov, a to nielen v podnikateľskej sfére, ale v rámci celej spoločnosti. (Keasey et al., 1997:2). V medziach týchto dvoch definícií existuje niekoľko rôznych modelov a pohľadov na corporate governance.

Rozdiely medzi jednotlivými definíciami systému corporate governance sa čiastočne odvíjajú od rôzneho vnímania korporácie a jej cieľov. Z tohto dôvodu bude náplňou ďalšej časti tejto

³ Zdroj: Tirole, J. (2001:1)

práce popis rozdielnych pohľadov na akciovú spoločnosť a od nich sa odvíjajúcich pohľadov na corporate governance.

2.1.3 TEORETICKÉ PRÍSTUPY KU CORPORATE GOVERNANCE

V súčasnosti sú medzi akademikmi najrozšírenejšie dva prístupy k akciovej spoločnosti. Prvý je známy ako „prístup z hľadiska hodnoty akcionárov“⁴, druhý ako „prístup z hľadiska záujmových skupín“⁵ (Tirole, 2001).

PRÍSTUP Z HĽADISKA HODNOTY AKCIONÁROV

Prístup z hľadiska hodnoty akcionárov je typický v angloamerickej oblasti. Jeho predpokladom sú efektívne fungujúce kapitálové trhy, trhy práce a trhy s kontrolou nad korporáciami⁶. Prevažuje v ňom financovanie s odstupom⁷, charakteristické pasivitou investorov pokiaľ podnik uspokojivo funguje. K jeho typickým črtám patrí rozptýlené vlastníctvo imania, veľkí inštitucionálni investori a jednostupňové predstavenstvo.

Hlavným cieľom manažmentu akciovej spoločnosti v tomto modeli je maximalizácia hodnoty akciového podielu vlastníka. Tirole (2001:5) tento model rozširuje o investorov, ktorí tiež do podniku vkladajú svoj kapitál a medzi nimi a manažmentom vzniká obdobný problém agentúry ako medzi manažmentom a akcionármi. Problém oddelenie vlastníctva od rozhodovania je v tomto prístupe riešený jednak poskytnutím dostatočných motivácií pre manažment a ďalej vytvorením kontrolnej štruktúry zo strany investorov.

Mechanizmy motivovania manažmentu sú zabezpečené prostredníctvom efektívneho fungovania trhov, konkrétne kapitálového trhu a trhu práce⁸ (Keasey et al., 1997). Manažéri sú motivovaní peňažnou odmenou za svoju prácu, ktorej výsledky sa odrážajú jednak v finančných výkazoch podniku a ďalej na základe hodnoty akcií danej spoločnosti na kapitálových trhoch. Okrem peňažnej odmeny za prácu majú manažéri záujem na udržaní si svojej povesti, aby neskôr boli schopní nájsť si zamestnanie prostredníctvom trhu práce, ktorý

⁴ V originále „The Shareholder-value Perspective“, preklad autorka. V niektorých zdrojoch uvádzaný aj pod názvom „The Principal-Agent Model“ alebo „Finance Model“ (Keasey et al., 1997).

⁵ V originále „The Stakeholder Society Perspective“, preklad autorka.

⁶ Z anglického názvu „market for corporate control“, preklad Mejstřík (1999:2).

⁷ Arm's length finance (Berglöf,1995), čo znamená, že podniky sa pri obstarávaní kapitálu vo väčšej miere spoliehajú na emisiu dlhopisov, či akcií než na úvery od bánk, či iných veriteľov

⁸ Pričom sa jedná najmä o jeden jeho segment – trh s manažérskou prácou.

je však v prípade vrcholových manažérov, a zvlášť v malých ekonomikách, pomerne obmedzený (Tirole, 2001).

Kontrolná štruktúra je založená na právach investorov vyplývajúcich z ich podielu v danej akciovej spoločnosti. Investori vo všeobecnosti majú možnosť zúčastňovať sa na monitorovaní spoločnosti a uplatňovať svoj „hlas“ pri rozhodovaní v spoločnosti. V prípade nespokojnosti s manažmentom majú možnosť využiť trh s kontrolou nad korporáciami. To však znamená určité náklady. Preto v prípade, že hlasovacie práva akcionárov dostatočnú silu na presadenie ich záujmov alebo akcionári nemajú záujem na monitorovaní spoločnosti, akcionár i majú možnosť odchodu zo spoločnosti prostredníctvom kapitálových trhov⁹.

Keasey et al. (1997) uvádzajú, že snahy manažmentu o odchylenie sa od cieľa, tj. maximalizácie hodnoty akciového podielu, sa dajú predpokladať *ex ante*. Systém corporate governance pri tomto prístupe je teda výsledkom počiatočných rokovaní zúčastnených strán. (Keasey et al., 1997) Preto akékoľvek zásahy *ex post* sú považované za škodlivé. Z tohto hľadiska je teda úlohou corporate governance „*zaoberať sa spôsobmi, ktorými si dodávatelia finančných prostriedkov zabezpečujú návratnosť svojich investícií*“¹⁰.

PRÍSTUP Z HĽADISKA ZÁUJMOVÝCH SKUPÍN

Základnou premisou tohto modelu je, že účel podniku by mal byť definovaný širšie ako maximalizácia hodnoty akciového podielu vlastníka. Do úvahy by mali byť brané i záujmy skupín zo širšieho okolia podniku, ktoré s ním majú vytvorený dlhodobý vzťah. Medzi takéto skupiny patria napríklad zamestnanci podniku, dodávatelia a odberatelia (Keasey et al., 1997). Tirole (2001) vidí podstatu širšieho vnímania podniku v tom, že predstavitelia záujmových skupín takisto museli určitým spôsobom investovať do vytvorenia vzťahu s podnikom, napríklad zamestnanci vložili svoj ľudský kapitál, dodávatelia a odberatelia majú utopené náklady v súvislosti so vzťahom k podniku a zároveň náklady obetovaných príležitostí. Navrhuje preto, aby systém corporate governance nútil manažérov internalizovať externality záujmových skupín. V praxi sa tento systém vyskytuje napríklad v Nemecku a Japonsku, kde podniky sú chápané ako spoločenské organizácie a záujmové skupiny majú možnosť presadzovať svoje záujmy prostredníctvom rôznych mechanizmov.

⁹ Keasey, Thompson a Wright (1997) uvádzajú ako príklad takejto praxe Spojené štáty americké a Veľkú Britániu.

¹⁰ Shleifer, A. a Vishny, R.W. (1997:1), preklad autorka.

Prevažuje v ňom financovanie spojené s kontrolou¹¹, medzi ďalšie charakteristické črty patria veľkí investori, dlhodobé vzťahy medzi podnikmi a bankami a slabšia zákonná ochrana investorov.

Keasey et al. (1997) kladú pri charakteristike prístupu z hľadiska záujmových skupín dôraz na etické správanie, na základe ktorého spoločnosť vytvára dlhodobé vzťahy so záujmovými skupinami. Takéto vzťahy podporujú ziskové investície a vzájomne prospešné výmeny.

Rozšírená definícia teda vyžaduje hľadanie rovnováhy medzi záujmami akcionárov a ostatných záujmových skupín. Úlohou corporate governance v tomto prístupe je „maximalizovať hodnotu s ohľadom na plnenie právnych a zmluvných záväzkov spoločnosti“¹².

PRÍSTUP V TEJTO PRÁCI

Úloha vytvoriť systém corporate governance v tranzitívnych ekonomikách spočívala vo vytvorení celkom nového rámca inštitúcií a mechanizmov, ktoré mali zabezpečovať približovanie cieľov nových vlastníkov a manažmentu podniku. Novovznikajúce inštitúcie a mechanizmy pozostávali tak z prvkov charakteristických pre angloamerický systém corporate governance, ako i prvkov nemeckého systému. Vo svojej práci vychádzam z prístupu z hľadiska záujmových skupín a zvolila som nasledujúcu definíciu, ktorá podľa mňa vystihuje podstatu corporate governance a je univerzálna v zmysle použitia pre existujúce formy corporate governance:

Keasey et al. (1997) charakterizovali systém corporate governance ako „*štruktúry, procesy, kultúry a systémy, ktoré podnecujú úspešné fungovanie organizácií*“.

2.1.4 MECHANIZMY CORPORATE GOVERNANCE

Mechanizmy corporate governance podniku sú znázornené v Obrázku 1. Delia sa na interné a externé.

Aktérmi v interných mechanizmoch je jednak samotný manažment - agent a ďalej tzv. monitorujúci agenti, tj. členovia štatutárnych orgánov, právomoci ktorých určuje v medziach

¹¹ „Control-oriented finance“, ktoré môže nadobúdať rôzne podoby v závislosti od toho, či je kontrola vykonávaná prostredníctvom vlastníckeho podielu na imaní spoločnosti – equity-control, alebo prostredníctvom veriteľskej pozície – debt-control

¹² Zdroj: Chamblou N. a Iskander, M. (2000: 3), preklad autorka.

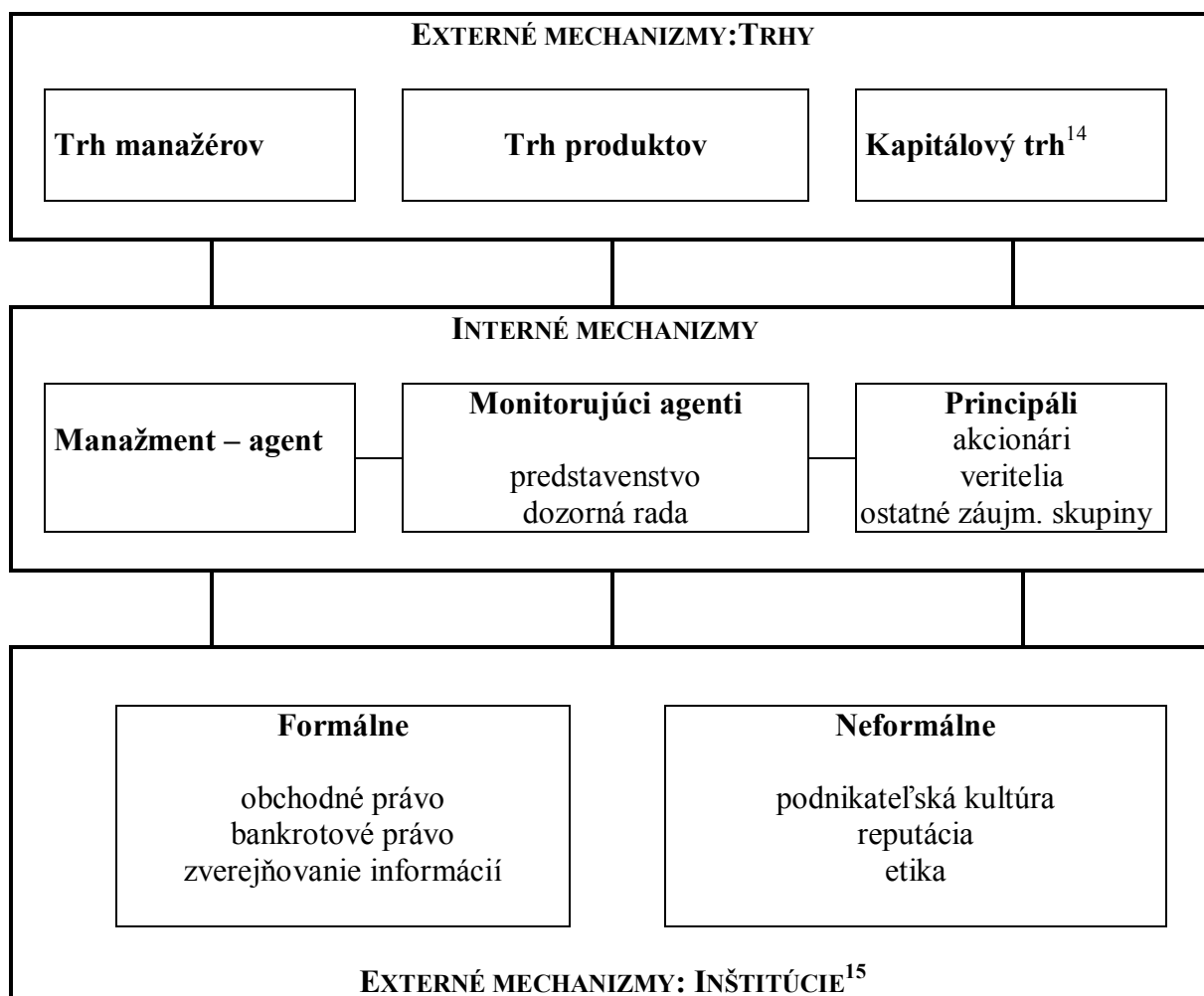
Obchodného zákonníka valné zhromaždenie akcionárov. Ostatní princípiáli, tj. veritelia alebo členovia iných záujmových skupín sa môžu na fungovaní interných mechanizmov podieľať, ak sú členmi štatutárnych orgánov alebo môžu na základe charakteru svojho vzťahu od manažmentu podniku vyžadovať skladanie účtov.

Zvonku ovplyvňujú chovanie agentov i princípiálov trhu, na ktorých pôsobia a ďalej inštitucionálny rámec. Na základe transakcií, ktoré sa na týchto trhoch uskutočňujú, je možné určiť, akú úlohu v corporate governance ten ktorý trh zohráva a ďalej určiť, ktoré inštitúcie sú nutnou podmienkou dobrého fungovania corporate governance (Olsson, 1999:37).

1. *Trh produktov*, ktorý môže prostredníctvom konkurencie majiteľom signalizovať, že manažéri nevedú podnik takým spôsobom, aby bol konkurencieschopný a mali by byť nahradení. Takisto môže slúžiť na zasiahnutie v prípade, že vlastníci nereagujú na signály o manažmente a vyradiť takýto podnik z trhu, čím dôjde k realokácii zdrojov v prospech efektívnejšej výroby. K formálnym inštitúciám, prostredníctvom ktorých takýto trh funguje, patria napr. zákon o ochrane hospodárskej súťaže, opatrenia podporujúce zahraničný obchod, atď.
2. *Trh práce* a zvlášť jeho segment manažérov. Svoju funkciu vo vzťahu ku corporate governance môže plniť jednak vo vnútri podniku, kde možnosťou profesionálneho postupu motivuje zamestnancov k lepším výkonom, a ďalej externe. Medzi inštitúcie, ktoré ovplyvňujú jeho fungovanie, patria tie zabezpečujúce mobilitu pracovnej sily, pružnosť trhu práce. K neformálnym inštitúciám patrí napríklad reputácia manažérov.
3. *Kapitálový trh*, prostredníctvom ktorého vykonávajú svoju úlohu v corporate governance princípiáli. Na jednej strane veritelia, a to buď rozhodnutiami o nových úveroch alebo hrozbou bankrotu. Jednou z najdôležitejších formálnych inštitúcií zabezpečujúcich efektívne fungovanie tohto trhu je teda bankrotové právo, podstatnú úlohu zohrávajú i bankové a nebankové finančné inštitúcie, prípadne inštitúcia exekúcií. Na druhej strane akcionári, kvôli čomu je veľmi dôležitý segment tohto trhu – *trh s kontrolou nad záležitosťami korporácie*. Na ňom sa obchoduje s vlastníckymi právami. Akcionári môžu vykonávať kontrolu nad záležitosťami podniku dvoma spôsobmi. Buď hlasovaním alebo odchodom zo spoločnosti. Využitie hlasu závisí napríklad od obchodného práva, zákonnej úpravy zverejňovania informácií, k neformálnym inštitúciám ovplyvňujúcim hlasovanie patrí napríklad podnikateľská kultúra, tj. spôsoby, akými manažéri akceptujú rozhodnutia vonkajších vlastníkov. Odchod zase závisí od toho, ako funguje burza cenných papierov,

ale aj ohodnocovanie vlastníckych podielov prostredníctvom trhu, monitorovanie a poskytovanie informácií o podniku. Ďalšou dôležitou formálnou inštitúciou je ochrana minoritných akcionárov.

Schéma 1: Štruktúra corporate governance¹³



Z tohto delenia mechanizmov corporate governance budem vychádzať aj v ďalších kapitolách tejto práce, budem podľa nich posudzovať stav vývoja týchto inštitúcií na Slovensku a ukážem ich na príklade VSŽ.

¹³ Pri zostavovaní obrázku som vychádzala z modelu Kudrna (2002:28) a upravila som ju podľa potrieb tejto práce.

¹⁴ Dôležitú úlohu v corporate governance má aj jeho segment – trh s kontrolou nad záležitosťami korporácie

¹⁵ V tejto časti uvádzam len niekoľko najvýznamnejších príkladov inštitúcií, ktoré ovplyvňujú corporate governance.

2.2 INŠTITÚCIE

Vo svojej práci som zvolila inštitucionálny prístup k vývoju systému corporate governance.¹⁶ Pomocou neho sa budem snažiť poukázať na dôležitosť formálnych a neformálnych inštitúcií pri rozvoji systému corporate governance v tranzitívnych ekonomikách, obzvlášť potom v súvislosti s prínosom priamych zahraničných investícií na rozvoj formálnych a neformálnych inštitúcií.

2.2.1 DEFINÍCIA POJMOV

„Inštitúcie sú pravidlá hry v spoločnosti, alebo formálnejšie povedané, človekom vytvorené obmedzenia, ktoré usmerňujú ľudské interakcie.“ (North, 1990)

Podľa Northa (1990:6) najdôležitejšou úlohou inštitúcií v spoločnosti je znižovať neistotu, a to vytváraním stabilnej, avšak nie nutne efektívnej štruktúry pre vzájomnú kooperáciu medzi ľuďmi. Inštitúcie, podobne ako pravidlá hry, jednak určité veci zakazujú, a ďalej definujú podmienky, za ktorých jednotlivci smú vykonávať určité činnosti.

Offe (1995:47) ich obširne definoval ako normatívne a poznávacie štandardy, podľa ktorých spoločnosť hodnotí, čo by malo byť normálne, čo sa dá očakávať, na čo sa možno spoľahnúť, kto má aké práva a povinnosti vyplývajúce z jeho postavenia v spoločnosti a na základe čoho možno pochopiť spoločnosť alebo sféru, v ktorej sú tie ktoré inštitúcie zavedené. Inštitúcie sa delia na formálne a neformálne a vzájomne sa vo svojich funkciách dopĺňajú.

Neformálne inštitúcie sú ustálené zvyky, tradície a obyčaje, North (1990:87) ich nazval kultúrnym dedičstvom. Vytvorené boli totiž predávaním určitých informácií z pokolenia na pokolenie, prostredníctvom učenia a napodobovania znalostí, hodnôt a iných faktorov ovplyvňujúcich ľudské jednanie.

V spoločnosti plnia nasledujúce funkcie (North, 1990:40):

1. rozširovanie, rozvíjanie a prispôsobovanie formálnych pravidiel
2. spoločensky sankcionované pravidlá správania sa

¹⁶ V nasledujúcej kapitole vychádzam do veľkej miery z prác Douglasa Northa a Lubomíra Mlčocha. Som si však vedomá toho, že k rozvoju inštitucionálnej ekonomie prispeli mnohí ďalší autori, ktorí zdefinovali niektoré z pojmov, ktoré v texte používam. Tieto pojmy postupne v ekonómii do veľkej miery zobecnili a ich autorov už neuvádzam.

3. vnútorne uplatňované hodnoty a pravidlá rozhodovania sa a správania

Neformálna podoba týchto inštitúcií však neuberá na ich dôležitosť¹⁷.

Impulzom k vývoju formálnych inštitúcií boli čoraz zložitejšie spoločenské vzťahy plynúce z rastúcej špecializácie a deľby práce. Formálne inštitúcie majú zákonnú podobu a zahŕňajú politické, justičné, ekonomické pravidlá a zmluvy (North, 1990:47). Usporiadané sú hierarchicky, pričom platí zásada, že vyššia pozícia daného pravidla v hierarchii, tým nákladnejšia je zmena tohto pravidla (Mlčoch, 1996:91).

Formálne a neformálne inštitúcie tvoriace inštitucionálnu štruktúru ekonomiky predstavujú zároveň štruktúru stimulov¹⁸, podľa ktorých sa budú nespočetnekrát rozhodovať ekonomickí aj politickí aktéri. Podľa Olssonovej charakteristiky produktu ekonomiky (1999:25) ako funkcie kapitálu, práce, surovín a existujúceho systému pohnútok, ovplyvňuje inštitucionálna štruktúra ekonomiky jej výkon.

V tomto smere ešte silnejšie je tvrdenie Douglassa Northa (1990:80), že kľúčovou podmienkou trvalého rastu určitej ekonomiky je adaptačná efektívnosť spoločnosti¹⁹. Táto závisí od stimulov a pohnútok, ktoré sú súčasťou inštitucionálneho rámca²⁰. North konkrétne hovorí: „*Adaptačná efektívnosť preto stimuluje k vývoju decentralizovaných rozhodovacích procesov, ktoré umožnia spoločnosti maximalizovať úsilie, ktoré je požadované pri hľadaní alternatívnych riešení problémov.*“²¹

Pohnútky plynúce z inštitucionálneho rámca majú zásadný význam z hľadiska usmerňovania rozvoja tých znalostí, vedomostí a inovácií, disponovať ktorými sa oplatí a ktoré zabezpečujú lepšie vyhliadky ekonomiky na hospodársky rast²².

¹⁷ North (1990:36) na dôkaz ich dôležitosti uvádza niekoľko príkladov, kde rovnaké formálne inštitúcie boli aplikované v dvoch rôznych krajinách, pričom konečné efekty tohto kroku sa od seba líšili.

¹⁸ incentive-structure (Zdroj: Olsson, 1999: 25)

¹⁹ Veľký podiel na skúmaní týchto súvislostí majú aj Pavel Pelikán, Nelson a Winter. Mlčoch (1996:89) adaptačnú efektívnosť charakterizoval ako schopnosť a ochotu spoločnosti experimentovať, hľadať, tvorivo podnikáť, podstupovať nevyhnutné riziká, učiť sa z chýb a omylov.

²⁰ Tieto stimuly a pohnútky usmerňujú proces učenia sa na základe vlastných skúseností („learning by doing“) a rozvoj nevyslovených znalostí („tacit knowledge“, preklad Mlčoch, 1996:89).

²¹ (North, 1990), preklad autorka.

²² Vo všeobecnosti platí, že čím sú v ekonomike lepšie upravené inštitúcie zabezpečujúce flexibilitu aktérov a fungovanie mechanizmov vstupu a výstupu firiem, tým vyššia je adaptačná efektívnosť na úrovni podnikov a tým lepšie sú vyhliadky ekonomiky na hospodársky rast (Olsson, 1999:24).

2.2.2 INŠTITÚCIE A ORGANIZÁCIE

Zatiaľ čo inštitúcie tvoria určitú štruktúru pre kooperáciu v spoločnosti, organizácie sú aktérmi tejto kooperácie. Podobne ako inštitúcie, i organizácie vznikli s cieľom poskytnúť určitú štruktúru ľudskej súčinnosti, avšak na rozdiel od inštitúcií, tj. určitých obmedzení, organizácie sú skupinami jednotlivcov, ktorých spája nejaký spoločný záujem (North, 1990:5). *„Organizácie sú tvorené s určitým zámerom, následkom množiny príležitostí vytvorených v rámci existujúcej sústavy obmedzení.“*²³

Medzi organizáciami a inštitucionálnym rámcom, ktorý formuje ich príležitosti, existuje obojstranný vzťah. Inštitúcie zásadným spôsobom ovplyvňujú to, aké organizácie vznikajú a ako sa vyvíjajú. Naopak organizácie môžu vplývať na vývoj inštitucionálneho rámca. Vo svojom maximalizačnom chovaní majú totiž možnosť rozhodnúť sa medzi fungovaním v existujúcej inštitucionálnej štruktúre a medzi jej modifikáciami. Ich rozhodnutie je výsledkom kalkulácie nákladov a výnosov jednotlivých alternatív. Organizácie reagujúce na podnety zabudované v prostredí, v ktorom pôsobia, sú teda pôvodcami inštitucionálnej zmeny. (Mlčoch, 1996:88)

2.2.3 INŠTITUCIONÁLNE ASPEKTY EKONOMICKEJ TRANSFORMÁCIE

Tranzitívne ekonomiky prechádzajú celkovou, radikálnou zmenou inštitucionálneho rámca. Jedná sa o zmenu nespojitú, ktorá má úplne odlišný charakter od spojitých inštitucionálnych zmien, ku ktorým dochádza v prostredí inštitucionálnej stability.

Postupné, spojité zmeny, ktoré sú prevládajúce, majú charakter marginálnych zmien a sú reakciou na meniace sa relatívne ceny alebo preferencie. Formálne inštitúcie menia ekonomickí aktéri, ktorí sa pre zmenu rozhodnú v momente, keď pre nich existujú dostatočné pohnutky pre investovanie zdrojov a úsilia reštrukturalizácie existujúceho inštitucionálneho usporiadania. Neformálne inštitúcie sa môžu meniť i bez cieľavedomých aktivít ekonomických aktérov. K zmenám dochádza, až kým sa ekonomika nedostane do bodu inštitucionálnej stability, čiže momentu, keď žiadny aktér nemá motiváciu vyvinúť úsilie na zmenu daného inštitucionálneho usporiadania (North, 1990:83).

²³ Citované z North (1990:5), preklad autorka; okrem obmedzení tvorených inštitucionálnym rámcom podliehajú organizácie i obmedzeniam technologickým, príjmových, či preferenčným.

K nespojitým inštitucionálnym zmenám dochádza v prípade revolúcií alebo podmanenia si území. Podľa Northa (1990:89) býva výsledok takejto revolučnej zmeny s odstupom času oveľa menej revolučný, ako sa pôvodne očakávalo²⁴. Jednou z príčin je nesúlad zmien formálnych a neformálnych inštitúcií. Transformácia centrálne plánovaných ekonomík na trhové predstavuje zásadnú a radikálnu zmenu formálnych inštitúcií, neznamená však zmenu neformálnych inštitúcií. A zmeny neformálnych inštitúcií majú odlišný charakter i rýchlosť.

V dôsledku tohto časového a kvalitatívneho nesúladu vzniká napätie medzi novými formálnymi a pretrvávajúcimi neformálnymi inštitúciami. Neformálne inštitúcie, ktoré sa postupne rozvinuli ako rozšírenie pôvodných formálnych inštitúcií, sa kvôli svojmu charakteru môžu zmeniť len postupne, čo vytvára obmedzenia procesu zmeny formálnych inštitúcií. Formovanie nového inštitucionálneho rámca je teda ovplyvnené fenoménom „*path dependency*“.

„*Path dependency*“ znamená, že inštitúcie v každej krajine a v každej dobe závisia na inštitucionálnom rámci, ktorým v histórii prešli. Následkom udalostí a okolností, ktoré sa v určitej krajine vyskytli a ktoré ovplyvnili jej ďalší vývoj, sa mení cesta, ktorou sa v danej krajine uberá inštitucionálny vývoj. Týmto spôsobom minulé udalosti vytvárajú obmedzenia existujúcej množiny inštitucionálnych inovácií.

Inštitucionálne zmeny v tranzitívnych ekonomikách sa teda uskutočňovali v prostredí, kde existoval systém neformálnych inštitúcií zdedený z predchádzajúceho inštitucionálneho usporiadania. Kolaps „reálneho socializmu“²⁵ zapríčinil vznik systémového vákua, t.z. prostredia, v ktorom chýbala životaschopná sústava ekonomických, sociálnych a politických inštitúcií, ktoré by fungovali na základe sústavy určitých princípov. Nevzniklo tu však inštitucionálne vákum (Rychetník, 1995:231).

Proces celkovej zmeny inštitucionálneho rámca, v ktorom je nedostatočne ošetrené vytvorenie formálnych inštitúcií v určitej oblasti, vytvára priestor pre rozvoj neformálnych inštitúcií, podobne ako tomu v socialistických ekonomikách. A keďže nový inštitucionálny rámec sa vytvára pri existencii fenoménu *path dependency*, môže dôjsť k situácii, že v ekonomike pretrvávajú neformálne inštitúcie predošlého usporiadania, ktoré nielenže zmiernia revolučnosť zmeny, ale navyše i ovplyvnia ďalšie smerovanie inštitucionálnych zmien v budúcnosti.

²⁴ Dôvodov je niekoľko, North (1990: 90) uvádza napríklad, že po revolúcii sa stratí nepriateľ, proti ktorému sa v revolúcii bojovalo, čím sa stráca spojivo medzi vodcami revolúcie.

²⁵ označenie, ktoré používa Mlčoch (1996)

3. kapitola

Vývoj mechanizmov corporate governance

3.1 SPRÁVA PODNIKOV V SOCIALISTICKÝCH EKONOMIKÁCH²⁶

Mlčoch (1996:102) definoval fungovanie systému správy podnikov nasledovne:

Podniky v centrálne plánovaných ekonomikách boli súčasťou celospoločenského vlastníctva, správa podnikov teda splývala so správou štátu. S cieľom spravovať toto celospoločenské vlastníctvo bola vytvorená organizačná štruktúra, ktorá mala dve základné charakteristiky:

1. hierarchická (viacúrovňová) riadiaca vertikála, prostredníctvom ktorej sa prenášali rozhodnutia z centra až na podniky, prípadne boli na jej jednotlivé stupne delegované určité rozhodovacie právomoci
2. organizačná monopolizácia a kartelizácia ekonomiky v horizontálnom smere – dokonalé rozdelenie trhu

Na vrchole hierarchie ovládania stála vláda a Štátna plánovacia komisia. Nižším stupňom boli odvetvové ministerstvá, ktorým boli podriadené „modifikované riadiace štruktúry tzv. stredného článku riadenia“²⁷, na najnižšom článku hierarchie sa nachádzali podniky. Podobne štát usporiadal i hierarchické vertikálne riadiace štruktúry v prípade družstevného vlastníctva. Nad družstevným i štátnym vlastníctvom mali navyše dozor i prierezové ministerstvá a centrálné úrady.

Dôsledky rozhodovania boli plne socializované a tým vznikali obrovské negatívne externality. Sankcionovanie vlastníckych práv sa uskutočňovalo prostredníctvom samotnej politickej a ekonomickej moci.

Ekonomické rozhodovanie prebiehalo na jednotlivých stupňoch riadiacej vertikály. Do tej miery, do akej bolo rozhodovanie sústredené v centrálnych štátnych a stranických inštitúciách, do tej miery boli vlastníckmi členovia týchto orgánov. Avšak vzhľadom na nevyhnutnosť delegovania určitých právomocí i na nižšie stupne hierarchie prebiehalo ekonomické rozhodovanie i na nižších stupňoch. Rozhodovania sa teda zúčastňovali členovia riadiacej vertikály, vylúčili ostatných členov spoločnosti zo spolupodieľania sa na výkone

²⁶ Táto kapitola je zostavená na základe zdrojov: Mlčoch, 1996 a Mlčoch, Československý ekonomický systém v 70. a 80. letech. Som si však vedomá, že touto tematikou sa zaoberalo mnoho autorov. Medzi najznámejších patrí János Kornai (napr. Kornai, J., 1990, „The affinity between ownership forms and coordination mechanisms: The common experience of reform in socialist countries“, Journal of economic perspectives, vol.4, no.3, 131-147), ktorý definoval pojmy tvrdé a mäkké rozpočtové obmedzenie, sací reflex, ktoré v tejto práci používam.

²⁷ Napr. generálne riaditeľstvá, oborové riaditeľstvá.

vlastníckych práv na celospoločenskom vlastníctve. Vznikla tak historicky nová sociálna trieda kolektívne vlastníaca výrobné prostriedky.

Podniková koalícia bola tvorená nasledujúcimi, vnútornými a vonkajšími, účastníkmi:

1. Vnútorní účastníci koalície

- a) kontrolná skupina – jadro mocenskej štruktúry v podniku; „manažéri“ a čelní predstavitelia podniku
- b) úradníci – rádoví pracovníci, ktorí spolu s kontrolnou skupinou tvorili riadiaci aparát podniku
- c) robotnícka aristokracia - časť robotníkov, ktorí mali väzbu na mocenské štruktúry a svojimi profesiami mali určité privilegované postavenie
- d) rádoví robotníci – nepriviligovaní robotníci

2. Vonkajší účastníci koalície:²⁸

- a) zástupcovia nadriadených orgánov²⁹
- b) dodávatelia
- c) odberatelia

Cieľom kontrolnej skupiny bolo získať pre podnik čo najviac zdrojov³⁰, tieto mali zaistiť rôznymi sprostredkovanými cestami dôchodky členom podnikovej koalície. Kritérium efektívnosti bolo nahradené kritériom adekvátnosti (súlady s plánom), vedenie podniku sa často s cieľom maximalizácie dôchodku podniku uchýľovalo k plánovacím hrám.

V socialistickom podniku prevládala silná informačná asymetria, dokonca sa dá tvrdiť, že došlo k výmene rolí principála a agenta, že kontrolné skupiny - agenti v podnikoch si najímali svojich vlastných principálov z nadpodnikových štruktúr, ktorí namiesto toho, aby efektívne kontrolovali fungovanie podniku a sankcionovali manažérov-účastníkov vnútornej podnikovej koalície, spolupracovali s nimi. V tomto procese zvlášť dominovali kontrolné skupiny veľkých a mocných podnikov.

²⁸ Mlčoch vonkajších účastníkov koalície ešte rozdeľuje na predstaviteľov nadriadenej hierarchickej štruktúry (a) a predstaviteľov špecifického socialistického trhu (b,c)

²⁹ Patrili k nim zástupcovia generálneho riaditeľstva, rezortných ministerstiev, cenového úradu, banky, kontrolných a nadradených stranických orgánov.

³⁰ Tzv. sací reflex

V prostredí nedostatočne definovaných vlastníckych práv sa vytvoril priestor pre rozvoj neformálnych vlastníckych vzťahov. Pomerne rozšírené boli vzťahy na klientelistickom princípe, ktoré nahrádzali zmluvné vzťahy.

Manažéri socialistických podnikov s mäkkým rozpočtovým obmedzením nepoznali situáciu, že by prežitie podniku bolo závislé od faktorov ako produktivita, objem predajov, kvalita, zisky, či marketing. Maximalizácia súčasnej čistej hodnoty podniku v podstate nebola ani možná. Zahraničný obchod bol zvyčajne oddelený od podniku, organizovaný pomocou podnikov zahraničného obchodu, ktoré mali obyčajne len malý vplyv nad výrobou a manažment výrobných jednotiek. Manažment podniku teda nemal možnosť prísť do kontaktu so zahraničnou konkurenciou (Kogut, 1996:313).

V socialistických ekonomikách sa teda vytvorila špecifická štruktúra formálnych a neformálnych inštitúcií a mechanizmov správy podnikov, ktoré sú do veľkej miery nezlučiteľné s inštitúciami trhových ekonomík. V ďalšej časti práce sa zameriam na popis spôsobu, akým boli opúšťané inštitúcie socialistických ekonomík a boli a sú nahrádzané inštitúciami trhovej ekonomiky.

3.2 VÝVOJ CORPORATE GOVERNANCE V TRANZITÍVNYCH EKONOMIKÁCH (PRÍKLAD SLOVENSKA)

Transformácia ekonomiky z centrálne plánovanej na trhovú znamená prechod od jedného hospodárskeho rádu k inému, je teda podmienená a spojená so zmenou celého inštitucionálneho rámca (Mlčoch, 1996:109).

Východiskovým bodom reformy boli centrálne plánované ekonomiky, ktoré Marcinčin (2000a:13) charakterizoval ako ekonomiky bez skutočného systému cien a trhov, s pokrivenou výrobnou štruktúrou. Prevládal v nich ťažký priemysel, chýbali služby, veľké podniky existovali na úkor malých. Ekonomiky trpeli stálym nedostatkom, hromadením existujúcich komodít, nútenou substitúciou a investičným cyklom.

Cieľom fundamentálnych zmien týchto ekonomík bolo (Marcinčin, 2000a:14):

1. zlepšenie alokačnej efektívnosti zavedením flexibilných cien a vytvorením konkurenčného otvoreného trhu
2. stabilizácia makroekonomiky kvôli správne fungovaniu cenového systému
3. stimulácia podnikov, aby reagovali na trhové signály, čo predpokladalo privatizáciu a vytvorenie systému corporate governance

4. vytvorenie vládnych inštitúcií nevyhnutných pre fungovanie trhu³¹

Transformácia z ponukovo obmedzenej plánovanej ekonomiky k dopytovo obmedzenej trhovej ekonomike teda pozostávala z makroekonomických i mikroekonomických aspektov. Kouba (1994) tvrdí: „*Predpokladom mikroekonomických zmien v cenových reláciách vo východzej etape transformácie bola stabilizačná makroekonomická politika. V období inštitucionálnych, vlastníckych premien závisí udržanie makroekonomickej stability na účinnosti mikroekonomických zmien.*“ Tieto navzájom komplementárne zmeny si museli navyše udržať politickú podporu a vyvolať čo najmenej ekonomických porúch.

3.2.1 STRUČNÝ POPIS TRANSFORMÁCIE SLOVENSKEJ EKONOMIKY

Počas prvých desiatich rokov sa podľa mnohých autorov transformácia československej, a neskôr slovenskej ekonomiky, niesla v duchu zabezpečenia makroekonomickej stability a neskôr zabezpečenia hospodárskeho rastu slovenskej ekonomiky, pričom z hľadiska vytvárania mikroekonomických základov trhovej ekonomiky sa tvorcovia scenára transformácie obmedzili viac-menej len na privatizáciu.

Jadro scenára transformácie československej ekonomiky z roku 1990 tvorili tri body: (i) makroekonomická stabilizácia, (ii) liberalizácia a (iii) privatizácia (Mertlík,1995:218). Priemyselná výroba bola v tomto období považovaná za dostatočne kvalitnú, jej problém bol videný v nedostatočnej efektívnosti³².

Bokros (2000) označil československý model transformácie zo začiatku 90. rokov za „konzervatívnu makroekonomickú stabilizáciu spojenú s masovou privatizáciou“³³. Kritizuje autorov reforiem za ich ignorovanie a nepochopenie skutočnej situácie podnikov. Z mikroekonomického hľadiska sa obmedzili na privatizáciu, ktorú považovali za základ trhovej ekonomiky, pričom zanedbali vytváranie ďalších aspektov mikroekonomických základov trhovej ekonomiky.

Slovenská reformná cesta sa po rozdelení ČSFR odklonila od pôvodnej československej, prvá vláda samostatnej Slovenskej republiky zvolila víziu vybudovania sociálne a ekologicky

³¹ Marcinič (2000a:14) uvádza medzi vládnyimi inštitúciami nevyhnutnými pre fungovanie trhu politickú a inštitucionálnu stabilitu, ochranu súkromných vlastníckych práv, a to nielen pred vládou, ale aj pred mafiou, a ochrana daňových poplatníkov pred vplyvom záujmových skupín a ich vyhľadávanie rent u vlády.

³² Bokros (2000) tvrdí, že tvorcovia transformačného scenára sa snažili zmierniť dopady prechodu z centrálne plánovanej ekonomiky na trhovú na podnikovú sféru dvoma makroekonomickými opatreniami: odsunutím mzdovej liberalizácie a nadmernou devalváciou domácej meny.

³³ Preklad autorka.

orientovanej trhovej ekonomiky. Hlavnými bodmi „stratégie hospodárskej obrody“ boli: (i) stimulovanie makroekonomickej expanzie uvoľňovaním fiškálnej a úverovej politiky, (ii) aktívna obchodná politika vrátane podpory vývozu do európskych krajín, (iii) reštrukturalizácia priemyslu pod vedením a za finančnej pomoci štátu (Morvay, 2000).

Zvolená stratégia sa vyznačovala stagnáciou transformačného procesu, odsúvaním náročných riešení, pokusmi o aktívnejšiu úlohu štátu v usmerňovaní hospodárskeho vývoja, existenciou mnohých prípadov mäkkého rozpočtového obmedzenia a nečitateľnosťou hospodárskej politiky (Morvay, 2002:20).

Až do roku 1998, roku výmeny vládnej garnitúry, boli mikroekonomické reformy odkladané. Slovenská vláda nevyužila priaznivý makroekonomický vývoj ekonomiky v rokoch 1994 - 1995 na uskutočnenie štruktúrnych a inštitucionálnych reforiem. Od roku 1996, po vyprchaní priaznivých faktorov, bol cieľom hospodárskej politiky silný hospodársky rast ekonomiky, ktorý sa vláda snažila dosiahnuť stimuláciou dopytu. Ponukovej strane ekonomiky bola venovaná menšia pozornosť, navyše podcenená bola i koordinácia makropolitík s reštrukturalizáciou hospodárstva (Morvay, 2000).

Výmena vládnej garnitúry na prelome rokov 1998 a 1999 priniesla i výmenu ideového zázemia tvorcov hospodárskej politiky. Nová vláda na rozdiel od predošlej čerpala vo väčšej miere z klasického liberalizmu a neoinštitucionalizmu a v tomto duchu predstavila nové ciele hospodárskej politiky. Podarilo sa jej odstrániť niektoré vypuklé prípady mäkkého rozpočtového obmedzenia podnikov, pristúpila k implementácii dlhodobo odsúvaných inštitucionálnych zmien³⁴, čiastočne odstránila niektoré deformácie alokačno-koordinačného mechanizmu ekonomiky, prijala niekoľko súborov stabilizačných opatrení, ktoré mali aj za cenu nutného spomalenia rastu stabilizovať ekonomiky a zmenila i prístup k finančnej politike štátu. Mnohé aspekty reformy inštitucionálneho rámca a mikroekonomickej reštrukturalizácie však zostali naďalej zanedbané (Morvay, 2002:22).

3.2.2 REŠTRUKTURALIZÁCIA PODNIKOV

Jedným zo základných cieľov úspešnej hospodárskej transformácie slovenskej ekonomiky bolo vytvorenie predpokladov rastu na stabilnej a efektívnej podnikateľskej báze s priaznivou štruktúrou produkcie.

³⁴ Napr. zmeny v bankrotovom práve, zmena postavenia prirodzených monopolov, sprehľadnenie vlastníckych vzťahov, a pod.

Podniková sféra teda musela prejsť procesom reštrukturalizácie, čiže prispôsobenia sa novým trhovým pravidlám. Z mikroekonomického pohľadu bolo potrebné transformovať podniky vlastnené štátom, ktorých hlavným cieľom bola maximalizácia peňažných zdrojov získavaných z rôznych zdrojov plánovacieho, cenového a finančne-úverového systému na obchodné spoločnosti, ktorých cieľom je maximalizácia zisku získavaného realizovaním výstupov na trhu.

Reštrukturalizáciu podnikov pritom možno rozdeliť z hľadiska prístupu manažmentu podniku k vonkajším podnetom na³⁵:

1. reštrukturalizáciu obmedzenú na nevyhnutné prispôsobenie sa
2. pasívnu, reaktívnu, či defenzívnu reštrukturalizáciu
3. nejednoznačnú reštrukturalizáciu
4. hlbokú alebo strategickú reštrukturalizáciu.

Stimulácia podnikov, aby reagovali na trhové signály, vyžadovala: (1) privatizáciu a (2) vytvorenie systému corporate governance. „*Reštrukturalizácia vyžadovala existenciu trhovej ekonomiky, ktorá zase nie je možná bez súkromného vlastníctva. Samotné súkromné vlastníctvo však nezaručuje dostatočne reštrukturalizáciu. Ďalším predpokladom úspešnej reštrukturalizácie podnikov je vytvorenie dobrého rámca corporate governance v najširšom slova zmysle.*“ (Marcinčin, 2000c:310)

V nasledujúcej časti sa pokúsím podrobnejšie popísať proces privatizácie a ďalej vznik a vývoj determinánt ovplyvňujúcich vývoj systému corporate governance na Slovensku.

3.2.3 PRIVATIZÁCIA NA SLOVENSKU

Privatizácia v tranzitívnych ekonomikách mala za cieľ vytvoriť tvrdé rozpočtové obmedzenia podnikov, prerozdeliť vlastnícke práva, ustanoviť maximalizáciu zisku za hlavný cieľ podnikania a vytvoriť podmienky pre vznik nových mechanizmov corporate governance (Olsson, 1999:137).

V Slovenskej republike bola privatizácia súčasťou ekonomickej reformy zahájenej v roku 1990. Proces zmeny vlastníctva zo štátneho na súkromné zahŕňal reštitúciu, prechod vymedzeného majetku štátu do vlastníctva obcí, likvidáciu neefektívnych štátnych podnikov,

³⁵ Grosfeld a Roland (1996): „Defensive and Strategic Restructuring in Central Eastern European Enterprises“ Journal of Transformation Economies and Societies, vol. 3, no.4, pp. 21-46, citované v de Mortel (2002:148)

malú a veľkú privatizáciu. Spomedzi týchto foriem mala najväčší podiel na prevode vlastníctva zo štátneho do súkromných rúk malá a veľká privatizácia (MSPNM SR³⁶).

Malá privatizácia prebehla v rokoch 1991 – 1993. Formou verejných dražieb v nej boli predané alebo prenajímané menšie jednotky služieb, obchodu a priemyslu oslobodené od starých záväzkov³⁷. Celkovo bolo vydražených 9 500 podnikateľských jednotiek v účtovnej hodnote 12,3 mld. Sk, za celkovú sumu takmer 14 mld. Sk. Malá privatizácia spolu s reštitúciou vytvorili základ súkromného sektora v obchode, službách, miestnom a malom priemysle (MSPNM SR).

VEĽKÁ PRIVATIZÁCIA

V dôsledku náročnosti celého procesu prebehla veľká privatizácia na Slovensku v dvoch vlnách³⁸.

Prvá vlna v rokoch 1991 – 1993. Takmer sa nelíšila od privatizácie v Českej republike. Jedným z jej hlavných kritérií bola privatizačná rýchlosť, kvôli čomu v nej bola uplatnená neštandardná metóda kupónovej privatizácie. Už v priebehu prvej vlny veľkej privatizácie však došlo v dôsledku nástupu novej vládnej garnitúry³⁹ k zmenám privatizačného konceptu, pričom nová vláda kládla dôraz na štandardné metódy privatizácie. Tým sa ďalšia privatizácia v rámci prvej vlny prakticky zastavila. Navyše po ukončení prvej vlny nenasledovala potrebná regulácia kapitálového trhu, ochrany minoritných vlastníkov, inštitúcií a vymáhateľnosti práva (Marcinčin, 2000c).

Druhá vlna veľkej privatizácie bola zahájená v septembri 1993, podľa pôvodného zámeru mala byť ukončená do konca roku 1996. Technicky sa od prvej vlny líšila tým, že v nej bolo upustené od kupónovej metódy, tá bola nahradená metódou dlhopisov. V druhej vlne bol dôraz kladený najmä na štandardné metódy⁴⁰. Rozhodovanie o priamych predajoch bolo centralizované, v kompetencii Fondu národného majetku. Cieľom druhej vlny veľkej privatizácie malo byť vytvorenie vlastníckych štruktúr s významným podielom domácich podnikateľov a zamestnancov privatizovaných podnikov (MSPNM SR).

³⁶ Ministerstvo pre správu a privatizáciu národného majetku SR, Analýza procesu privatizácie za roky 1992-98

³⁷ Zahraniční investori sa nesmeli zúčastňovať prvého kola dražieb.

³⁸ Objem majetku privatizovaného v prvej a druhej vlne veľkej privatizácie je uvedený v Prílohe 1 bakalárskej práce

³⁹ Vláda Vladimíra Mečiara prevzala úrad 24.6.1992.

⁴⁰ Najmä priamy predaj.

Zamestnanci podnikov sa nakoniec privatizácie zúčastnili len v obmedzenej miere, domáca podnikateľská vrstva bola vytváraná na politickej báze. Zmeny v spôsobe privatizácie spôsobili zníženie transparentnosti privatizácie majetku a umožnili nepriehľadný predaj majetku do rúk domácich manažérov bez financií a potrebných vedomostí (Marcinčin, 2000c). Výsledkom tejto stratégie boli nízke privatizačné príjmy vlády, pomalá reštrukturalizácia podnikov a neúmerný nárast politickej a hospodárskej moci.

Podniky privatizované priamymi predajmi v druhej vlne napriek väčšej koncentrácii vlastníctva nevykazovali lepšie výkony než podniky privatizované kupónovou metódou. U podnikov, ktoré boli sprivatizované do rúk manažérov, nenasledovala potrebná reštrukturalizácia, v analýze World Bank (2001) sa dokonca uvádza, že tento spôsob privatizácie bol z hľadiska reštrukturalizácie podnikov horší ako štátne vlastníctvo. Privatizácia na Slovensku sa uvádza ako príklad toho, že koncentrované vlastníctvo je nutnou, ale nie postačujúcou podmienkou pre efektívne vlastníctvo.

Čo sa týka privatizácie do rúk zahraničných investorov, táto zohrala len okrajovú rolu. Do konca roku 1998 privatizovali majetok v účtovnej hodnote 5,7 mld. Sk za kúpnu cenu 9,2 mld. Sk, v tridsiatich prípadoch. K zlepšeniu došlo po roku 1998, najmä v roku 2002, a to vďaka privatizácii bánk a prirodzených monopolov, pri ktorej zohrali zahraniční investori dôležitú úlohu⁴¹.

Veľká privatizácia na Slovensku bola výrazne poznačená častou výmenou vlád, ktoré so sebou prinášali i rôzne privatizačné koncepty. Na Slovensku bolo v priebehu privatizácie použitých niekoľko metód, štandardných i neštandardných. Proces privatizácie bol sprevádzaný sústavnou, často účelovou novelizáciou zákona o privatizácii, ktorý bol od jeho prijatia zmenený a doplnený celkom devätnásťkrát. Niektoré zmeny mali len legislatívno-technický charakter, iné však boli závažného charakteru a ovplyvnili celý ďalší vývoj privatizácie (MSPNM SR). Privatizačný proces sa ocitol mimo kontroly verejnosti a médií, v správe o doterajšom priebehu privatizácie na Slovensku⁴² sa dokonca uvádza, že prijatím jednej z noviel zákona o privatizácii č. 60/1994 Z.z. stratil štát kontrolu nad priebehom privatizácie, čo umožnilo nekontrolovateľné nakladanie s majetkom štátu a vznik anonymných vlastníkov.

⁴¹ Objem majetku sprivatizovaného do rúk zahraničných investorov je uvedený v Prílohe 2

⁴² Zdroj: Analýza procesu privatizácie za roky 1992 – 1998, MSPNM SR

Niektorí autori (napr. Djankov a Pohl, 1997) z dôvodu častých zmien vlád s rôznymi privatizačnými konceptami dokonca považujú Slovensko za krajinu, ktorá predstavuje medzi tranzitívnymi ekonomikami najlepší prirodzený experiment s privatizáciou. Mnoho autorov zastáva názor, že privatizácia na Slovensku nevytvorila podmienky na reštrukturalizáciu a vytvorenie stabilnej a zdravej podnikovej sféry.

Marcinčin (2000c:309) zastáva názor, že privatizáciou sa vytvorili také vlastnícke a záujmové štruktúry, ktoré negatívne ovplyvňovali reformu a corporate governance: „*Reštrukturalizácia nebola chápaná ako skutočný cieľ privatizácie*“.

Beblavý (2000:368) tvrdí, že slovenský spôsob privatizácie trpel nedostatočnou transparentnosťou priebehu, zlým výberom vlastníkov a ignorovaním inštitucionálneho a regulačného rámca, ktorý motivuje vlastníkov nahradiť fungovanie podnikov založené na rentách efektívnejším.

Privatizácia je nutnou podmienkou tvorby mechanizmov corporate governance. Jej priebeh zásadným spôsobom ovplyvňuje ďalší vývoj reštrukturalizácie a správy podnikov v tranzitívnych ekonomikách. Dve vlny privatizácie neprinesli silných a výkonných vlastníkov podnikov, výsledkom privatizácie na Slovensku bolo vytvorenie takých vlastníckych štruktúr, ktoré mali negatívny vplyv na reštrukturalizáciu podnikov, vývoj corporate governance a ďalšie reformy.

3.2.4 VÝVOJ CORPORATE GOVERNANCE NA SLOVENSKU

Úloha vytvoriť systém corporate governance spočívala vo vytvorení celkom nového rámca inštitúcií a mechanizmov, ktoré mali zabezpečiť priblíženie cieľov nových vlastníkov a manažmentu podnikov. Charakter systému corporate governance, ktorý vzniká v tranzitívnych ekonomikách, je závislý⁴³ na zvolenom spôsobe privatizácie, na zákonoch, ktoré boli prijaté a na inštitúciách, ktoré vznikli pre to, aby zabezpečovali správu podnikov.

Podrobná analýza vývoja formálnych inštitúcií corporate governance na Slovensku je vzhľadom na rozsah a hĺbku tejto problematiky nad rámec zámeru tejto bakalárskej práce. V nasledujúcej kapitole preto stručne zhrniem vývoj najdôležitejších formálnych inštitúcií, ktoré sú súčasťou interných a externých mechanizmov corporate governance, pričom sa

⁴³ V zmysle path-dependent.

zameriam najmä na tie inštitúcie, ktoré sú relevantné z hľadiska prípadovej štúdie. V texte sa budem odvolávať na štúdie, ktoré boli vypracované pre jednotlivé oblasti.

Jedným z prvých krokov vo vývoji corporate governance bol prevod štátnych podnikov na akciové spoločnosti (Brada et al., 1999:6). Týmto krokom sa posilnila pozícia manažérov v podnikoch. Mnohí z manažérov s vedomím blížiacej sa privatizácie uskutočnili prvé kroky v reštrukturalizácii podnikov.

V Obchodnom zákonníku boli definované interné mechanizmy corporate governance. Právna úprava vytýčila základné pravidlá týkajúce sa predstavenstva a dozornej rady spoločnosti. Ich usporiadanie pripomína nemecký dvojstupňový systém. Dispozitívny charakter tejto právnej úpravy však vytvára priestor pre vnútorné rozdelenie moci v podniku v závislosti od rozhodnutia majiteľov⁴⁴ (Olsson, 1999:179).

Ďalším krokom bola privatizácia. Samotný zvolený spôsob veľkej privatizácie, kde jednou z dominantných metód bola kupónová metóda, vyžadoval vznik trhu s cennými papiermi a viedol k vzniku a rozmachu veľkých inštitucionálnych investorov v podobe investičných privatizačných fondov (IPF). Trh s cennými papiermi ako aj veľkí inštitucionálni investori patria k charakteristickým črtám anglosaského systému corporate governance.

Investičné fondy a investičné spoločnosti, ktoré vznikli po prvej vlne kupónovej privatizácie, mali byť nielen dôležitými účastníkmi na trhu s cennými papiermi, očakávalo sa, že sa stanú i dôležitými činiteľmi pri zlepšovaní corporate governance (Olsson, 1999:161). Nedostatočná regulácia kapitálového trhu im však umožnila rozsiahle tunelovanie a vykrádanie kapitálu v podnikoch (Popp, 2002:81). Ich postavenie bolo postupne nasledujúcim vývojom privatizácie a legislatívnymi úpravami značne oslabené.

V druhej vlne privatizácie došlo k zmene privatizačnej stratégie, už rozbehnutá druhá vlna kupónovej privatizácie bola zrušená a ďalšia privatizácia nastavená v prospech manažérov podnikov, v dôsledku čoho IPF postupne strácali svoje postavenie. V priebehu rokov 1994 – 1995 došlo k výraznej reprivatizácii podielov investičných fondov (Marcinčin, 2000c:321). Vláda pripravila aj niektoré legislatívne úpravy, ktoré obmedzovali možnosti IPF zúčastňovať sa na corporate governance v podnikoch, napríklad IPF museli zredukovať vlastníctvo akcií v jednej spoločnosti z 20% na maximálne 10%, zákony im zakazovali, aby mali svojich reprezentantov v predstavenstve podnikov, mohli pôsobiť len v dozorných radách⁴⁵. Týmto

⁴⁴ Týmto spôsobom je napríklad možné obmedziť alebo napríklad rozšíriť práva minoritných akcionárov.

⁴⁵ Podrobnejší rozbor Zákona o investičných fondoch a spoločnostiach viz Olsson (1999:169)

spôsobom boli výrazne obmedzené možnosti IPF pôsobiť ako strategický investor a aktívne sa zúčastňovať na corporate governance v podnikoch.

Navyše v podstate neexistovala ochrana minoritných akcionárov (Marcinčin,2000d), chýbala jej explicitná úprava v Obchodnom zákonníku. Situácia došla až tak ďaleko, že menej než 67%-ný akcionár mohol byť fakticky pokladaný za minoritného vlastníka. Manažéri, ktorí sa k podielom v podnikoch dostali za mimoriadne priaznivých podmienok, stratili akýkoľvek rešpekt voči minoritným akcionárom (Olsson, 1999:182). Akcionári trpeli i nedostatočnou úrovňou monitorovania a poskytovania informácií. Tieto skutočnosti spôsobili, že očakávania investorov neboli dostatočne chránené, čo zase odradzovalo od investovania a zabraňovalo ďalšiemu rozvoju kapitálového trhu na Slovensku.

Hoci kapitálový trh vznikol v počiatkoch transformačného procesu a už v roku 1994 zažil svoj rýchly rozvoj, štát zanedbal kultivovanie jeho inštitucionálnej a právnej úpravy. Olsson (1999:152) charakterizoval slovenský kapitálový trh ako volatilný, nedostatočne regulovaný, netransparentný a nelikvidný, s nadmernou emisiou cenných papierov. Odchod z podnikov prostredníctvom tohto trhu bol teda problematický. Marcičin (2000d) uvádza, že odpredaj akcií bol možný len do chvíle, kým sa v podnikoch neusporiadali vlastnícke vzťahy, väčšinou do momentu, kým majoritný investor nezískal 67% akcií. Akciový trh slúžil iba ako nástroj na ovládnutie podnikov, potom, ako sa majetkové pomery ustálili, stratil na svojom význame, nestal sa protiváhou alebo konkurenciou bankového sektora, podniky nemali záujem získavať zdroje prostredníctvom kapitálového trhu. Slovensko sa tým priblížilo modelu obvyklému v kontinentálnej Európe, s dominanciou bankového sektora v ekonomike (Barto, Kmeť, 2000:350).

Vzhľadom na situáciu v bankovom sektore v deväťdesiatych rokoch neboli ani slovenské banky predurčené k tomu, aby zastávali dôležitú úlohu v externých mechanizmoch corporate governance. Banky mali prispieť k nastoľovaniu tvrdých rozpočtových obmedzení pre podniky, to je však možné len v prípade, ak legislatíva bankám umožňuje využívať veriteľské práva a pre neúspešné podniky je zaručený rýchly a lacný odchod z podnikania (Barto, Kmeť, 2000:362).

Tlaky zo strany veľkých bánk⁴⁶ však boli nedostatočné, nakoľko banky boli pod kontrolou štátu⁴⁷, finančne slabé a pod politickým nátlakom. Každá z nich mala vo svojom portfóliu

⁴⁶ Na Slovensku to boli Všeobecná úverová banka, Investičná a rozvojová banka (o tejto banke sa zmiňujem i v prípadovej štúdii) a Slovenská sporiteľňa.

veľký objem problémových úverov, v tomto smere k vzniknutej situácii prispel i nedostatočný bankový dohľad, ktorý nedokázal zabrániť tomu, aby veľké i malé banky systematicky poskytovali úvery od počiatku nevýhodné pre minoritných akcionárov a veriteľov banky. Kvôli týmto faktorom a kvôli nedostatočnému fungovaniu právneho rámca banky nedokázali presadiť finančnú disciplínu v podnikoch (Popp, 2002:88).

Funkčnosť systému riadenia úpadku, ktorý mohol mať zásadný vplyv na corporate governance a reštrukturalizáciu podnikov, bola dlho nedostatočná. Hoci zákon o konkurze a vyrovnaní vstúpil do platnosti už v roku 1991, ešte dlhú dobu po tom bol obtiažne vynútiteľný a nedostatočne účinný. V prípade konkurzu boli práva veriteľov obmedzené, hlavne v oblasti zmeny vedenie či majiteľa, úprava diskriminovala cudzincov. Konkurzy boli v širokom rozsahu využívané ako forma špekulácie, spochybňovaná bola nestrannosť súdov. Podľa slov Gabriela Eichlera⁴⁸ sa každý kvôli nedostatočnej bankrotovej legislatíve bál procesu konkurzu, hoci ten nemusel nevyhnutne znamenať ukončenie podnikateľských aktivít. Naopak, konkurz mohol vytvoriť priestor pre revitalizáciu záchranu zdravého jadra podnikania.⁴⁹ Gabriel Eichler tvrdí, že vo VSŽ by bola situácia a jej riešenie v prípade dobre fungujúcej bankrotovej legislatívy úplne iná.

Štát, napriek tomu, že jednou z jeho hlavných úloh bolo zabezpečiť tvrdé rozpočtové obmedzenia, po dlhú dobu udržiaval mäkké rozpočtové obmedzenia. Vládnuca garnitúra k tomuto stavu prispela napríklad neustálym odďaľovaním ukončenia procesu privatizácie a Zákonom o strategických podnikoch č. 192 Zb. Týmto zákonom odložil privatizáciu vybraných podnikov, ktorých celková hodnota aktív tvorila asi 40% objemu privatizovaného majetku na Slovensku, týmto podnikom poskytoval rôzne výhody (Marcinčin, 2000b:296). Zákonom o revitalizácii z roku 1997 poskytol vybraným podnikom ďalšie výhody v oblasti platenia daní, pokút a penále, ochranu pred konkurzom.

Pre manažérov v mnohých, či už v nimi vlastnených⁵⁰ alebo v stále štátnych podnikoch, existovali len slabé obmedzenia pri redistribúcii majetku (World Bank,2001). V slovenskej ekonomike chýbal adekvátny inštitucionálny rámec, ktorý by umožnil efektívne fungovanie corporate governance. Chýbala bankrotová legislatíva, ktorá by vytvorila priestor pre účinnejšie fungovanie mechanizmov corporate governance zo strany veriteľov. Nebol

⁴⁷ Štát si zachovával podiel i vo viacerých stredne veľkých bankách.

⁴⁸ Gabriel Eichler bol prezidentom VSŽ a predsedom predstavenstva, viac o ňom v kapitole 4.6.1.

⁴⁹ Podrobnejší rozbor Zákona o konkurze a vyrovnaní na Slovensku viz Jakoby et al. (2000:460)

⁵⁰ tzv. insider control

rozvinutý ani kapitálový trh a inštitúcie, ktoré by vytvorili priestor pre akcionárov, aby aktívnejšie zasahovali do diania v podnikoch. Štát neprejavil ochotu podieľať sa na ozdravovaní bánk, nezlepšovalo sa ani postavenie veriteľov. Neadekvátna ochrana súkromného vlastníctva a nehybná inštitucionálna štruktúra nemotivovali pri správe firiem k efektívnej orientácii, ale umožňovala mnohým manažérom firiem a IPF podľahnúť neopakovateľnosti situácie a využiť ju vo svoj prospech.

Zmeny priniesla nová vládna garnitúra na konci roku 1998. Zaviazala sa pristúpiť k odstraňovaniu príčin zaostávania reštrukturalizácie, pristúpila k niektorým legislatívnym a inštitucionálnym zmenám.

V roku 1999 predstavila všeobecný program reforiem bánk a podnikov (Popp, 2002:91):

1. program reštrukturalizácie a privatizácie troch veľkých bánk (IRB, VÚB a SLSP)
2. vytvorenie systému získavania prostriedkov z nedobytných úverov (presun na špecializované inštitúcie)
3. zlepšenie legislatívy (novely zákonov i zdokonalenie súdneho systému)
4. zrušenie konceptu strategických podnikov
5. zlepšenie riadenia v bankovom sektore

Jedným z najdôležitejších reformných krokov bola novelizácia zákona o konkurze. Zákon bol novelizovaný vo viacerých bodoch, novela dala veriteľom do rúk silnejšie nástroje na presadzovanie metód pri konkurze⁵¹ (Jakoby, et al., 2000:460). Vláda postupne pristúpila k reštrukturalizácii a privatizácii veľkých bánk, k privatizácii prirodzených monopolov a strategických podnikov. Napriek tomu, že neustále pretrvávajú problémy v oblasti podnikateľského prostredia a vynútiteľnosti práva⁵², vývoj mikroekonomických základov ekonomiky pokročil⁵³.

⁵¹ Prísnejšie kritériá hodnotenia platobnej neschopnosti umožnili začať konkurzné konanie do 30 dní odo dňa neplnenia a poskytujú veriteľom lepšie postavenie v rámci tohto procesu a na častejších stretnutiach veriteľov im dáva možnosť zvoliť správcu konkurznej podstaty podľa ich výberu.

⁵² viz prípadová štúdia, kapitola 4.6.2., v ktorej píšem o pochybných transakciách s akciami VSŽ, a.s.

⁵³ Svedčí o tom i zvýšený príliv priamych zahraničných investícií, viz kapitola 4.4.

3.3 PRÍPADOVÁ ŠTÚDIA PODNIKU VÝCHODOSLOVENSKE ŽELEZIARNE, A.S. (VÝVOJ V ROKOCH 1990-1998)⁵⁴

3.3.1 ÚVOD

Východoslovenské železiarne Košice, n.p. boli založené Ministerstvom hutníckeho priemyslu a rudných baní k 5.4.1959. Postupne sa podnik stal najväčším producentom ocele v ČSSR, z celosvetového hľadiska sa radil k stredne veľkým producentom surovej ocele a širokého sortimentu plochých výrobkov valcovaných za tepla a za studena.

VSŽ, a.s. bol podnikom strategického významu. V určitých obdobiach sa podieľal na HDP priemyslu Slovenska viac než 9 %, na exporte zo Slovenskej republiky vo finančnom vyjadrení to bolo viac ako 11%. Z celkovej produkcie podniku bolo 80% exportovaných, pred rokom 1989 smerovalo 34% objemu exportu do krajín mimo socialistického bloku.

Podnik možno v rámci východoslovenského regiónu dokonca označiť za štát v štáte. V určitých obdobiach totiž zamestnával približne 25 000 ľudí. Priamo teda ovplyvňoval život asi 100 000 ľudí, nepriamo celého východoslovenského regiónu. Podnik mal svoju vlastnú sociálnu infraštruktúru zahŕňajúcu učilište, nemocnicu, škôlky, ubytovne, chatovú oblasť, či tlačiareň.

PODNIK V ROKU 1989

Pozícia VSŽ, a.s. v roku 1989 nebola veľmi priaznivá. V období centrálne plánovanej ekonomiky trpel podnik nedostatkom investícií. Napriek tomu, že podnik pravidelne plnil plán a štát inkasoval 65% jeho príjmov, nebol dostatočne subvencovaný.

Výsledkom toho bola technologická zaostalosť podniku, mnoho prevádzok nebolo modernizovaných viac ako 20 rokov, v niektorých častiach sa používali technológie podobné tým, ktoré sa používali v rozvojových krajinách. Podnik nespĺňal ekologické normy a slabiny mal i v ochrane bezpečnosti zamestnancov. Nedostatočné príjmy zo štátneho rozpočtu spôsobili, že podnik sa zadlžil a v roku 1990 patril k najzadlženejším podnikom v ČSFR. Jeho dlhy dosiahli úroveň 5 mld. Kčs.

⁵⁴ Pri písaní prípadovej štúdie som čerpala z originálnej verzie prípadovej štúdie (Jánošíková, Janoušek, Keller, 2001), ktorá bola napísaná pre 5th Annual John. T. Garrity Conference. Túto verziu som aktualizovala a doplnila, pričom informácie som čerpala z výročných správ podniku VSŽ, a.s., rešerši tlače, ďalej z rôznych publikácií, ktoré sú súčasťou prameňov a literatúry a z rozhovorov s p. Gabrielom Eichlerom. U informácií, o ktoré som pôvodnú prípadovú štúdiu rozšírila, uvádzam vždy zdroj tejto informácie.

3.3.2 OBDOBIE 1990 - 1993

OD PLÁNU K TRHU – OBRAT O 180°

Transformácia ekonomiky z centrálne plánovanej na trhovú znamenala začiatok veľmi zložitého procesu mnohých zmien. Niektoré zasiahli VSŽ nečakane, bez akéhokoľvek priestoru pripraviť sa na ne dopredu a prijať opatrenia, ktoré by zmiernili hlboký dopad týchto zmien na fungovanie podniku.

Československá ekonomika v tom období prešla mnohými štrukturálnymi zmenami. Jedna časť zmien sa týkala i metalurgie. Z dôvodu nadmerných surovinových nárokov a neúnosného ekologického bremena bolo rozhodnuté o obmedzení produkcie ocele v ČSFR. VSŽ, a.s. sa teda museli vysporiadať predikovaným poklesom produkcie o takmer 30%.

Ďalším problémom bola strata pôvodných bezpečných trhov Rady pre vzájomnú hospodársku pomoc (RVHP). Tieto trhy boli pre VSŽ, a.s. dôležité jednak z pozície odberateľov, kde predstavovali odbytisko až 63% produkcie VSŽ, ale aj z pozície dodávateľov lacných surovín.

Nová situácia nastala i v organizácii zahraničného obchodu, ktorý sa pred rokom 1989 realizoval prostredníctvom podniku zahraničného obchodu Ferromet so sídlom v Prahe. Navyše podnik VSŽ sa musel vyrovnat' s konkurenciou na svetových trhoch. Bolo potrebné, aby si vytvoril vlastnú sieť odberateľov na úplne nových trhoch a aby sa štruktúrou svojej produkcie prispôbil požiadavkám prípadných budúcich obchodných partnerov.

ZMENA VEDENIA

Na začiatku roku 1990 došlo k mnohým zmenám vo vedení podniku. Pôvodný manažment rezignoval na svoje funkcie a bol nahradený novým, ktorého ambíciou bolo riadiť podnik transparentne, objektívne a apoliticky.

Nové vedenie podniku prišlo s novým modelom organizačnej štruktúry spoločnosti. Vrcholoví manažéri si uvedomovali, že tak veľký kolos jednoducho nemohol byť riadený z jedného veľkého centra, a tak pristúpili k atomizácii podniku. Základnou myšlienkou reformy bolo nahradiť kolektívnu zodpovednosťou zodpovednosťou jednotlivca. Reštrukturalizácia podniku bola teda zahájená ešte pred začiatkom privatizácie.

ZMENA VLASTNÍCKEJ ŠTRUKTÚRY

V novembri 1990 bol podnik VSŽ Košice, n.p. transformovaný na štátnu akciovú spoločnosť VSŽ, a.s., prvú štátnu akciovú spoločnosť v oceliarstve v ČSFR. Podnik sa zúčastnil na prvej vlnе kupónovej privatizácie, kde ponúkal 97% svojich akcií (3% boli zo zákona prevedené na Restitučný investičný fond). Majetok podniku bol ocenený na 11 799 478 000 Kčs. Po prvom kole privatizácie mal podnik nasledovnú vlastnícku štruktúru:

- 37,5 % - štát reprezentovaný Fondom národného majetku (FNM) a Reštitučným investičným fondom (3%)
- 33,5 % - investičné privatizačné fondy (Harvard Group, Cassoviainvest a VUB Invest)
- 29,5 % - individuálni investori

Viac ako 10%-ný podiel nadobudli fondy priamo alebo nepriamo kontrolované VSŽ. Podnik založil vo februári 1992 investičnú spoločnosť Cassoviainvest, ktorá následne založila ďalšie štyri investičné privatizačné fondy.⁵⁵ Hlavným zámerom pri zakladaní Cassoviainvest bolo údajne získať podiel na vlastníctve VSŽ, a.s. a Cassoviainvest sa so svojím viac ako 10%-ným podielom stala najdôležitejším súkromným vlastníkom akcií VSŽ. Navyše VSŽ bola dlho najväčšou investíciou tejto skupiny investičných fondov⁵⁶.

Táto akcionárska štruktúra bola zhruba zachovaná až do konca roku 1993.

3.3.3 OBDOBIE 1994 – 1998

NOVÝ MANAŽMENT

Na konci roku 1993 bol manažment podniku odvolaný bez uvedenia špecifických dôvodov napriek veľmi dobrej výkonnosti podniku. Následne vymenovaný manažment nebol podľa médií menovaný na základe svojich schopností, ale na základe svojej lojality voči vtedajším politickým lídrom.

⁵⁵ Išlo o fondy Ferrofond I, IPF I.Sporiteľňa-VSŽ, IPF II. Sporiteľňa-VSŽ, IPF III. Sporiteľňa-VSŽ. Posledné tri založil fond Cassoviainvest v spolupráci so Slovenskou Sporiteľňou.

⁵⁶ Cassoviainvest sa postupne stala deviatou najväčšou česko-slovenskou investičnou spoločnosťou. Zdroj: Olsson (1999:166)

POCHYBNÉ PRIVATIZAČNÉ TRANSAKCIE

V rokoch 1994 a 1995 boli akcie VSŽ, a.s. pôvodne vlastnené FNM predané spoločnostiam, ktoré boli z veľkej časti v rukách manažmentu a zamestnancov VSŽ. Privatizačné transakcie dostali zelenú vďaka blízkym vzťahom nového manažmentu s vládnucou stranou Hnutie za demokratické Slovensko (HZDS) vedenou Vladimírom Mečiarom. Osobou, ktorá v tomto období kontrolovala podnik, bol podľa tlače priateľ Vladimíra Mečiara, Alexander Rezeš.

Prvý veľký prevod akcií vlastnených štátom sa uskutočnil v prospech spoločnosti Manager, s.r.o., založenej piatimi zástupcami predstavenstva VSŽ. Jednalo sa o 9,52% akcií VSŽ, a.s. za cenu 200 Sk za akciu. Manager, s.r.o. bola založená 11.3.1994, v ten istý deň bola zaregistrovaná a obdržala oficiálny úverový príslub od Priemyselnej banky, a.s. Košice.⁵⁷ Túto transakciu sprevádzalo viacero pozoruhodných skutočností.

Prvá sa týkala podniku Manager, s.r.o. Registrácia spoločnosti na Slovensku štandardne trvá minimálne jeden týždeň, v priemere však 3-4 týždne. V prípade spoločnosti Manager, s.r.o. to trvalo jeden deň. Ďalšia pozoruhodnosť sa týkala privatizačného projektu. Vláda SR ho odsúhlasila tri dni po tom, čo jej parlament vyslovil nedôveru (14.3.1994). Navyše privatizačný projekt bol údajne na Úrad vlády SR doručený až 17.3.1994. Cena akcií (200 Sk/ks), ktorú vláda odsúhlasila, sa dá nazvať symbolickou v porovnaní s cenou, za ktorú boli v tom období akcie VSŽ obchodované (700 Sk/ks).

Ďalšia transakcia sa uskutočnila prostredníctvom podniku Hutník s.r.o., ktorý bol založený Generálnou radou odborov VSŽ, a.s. Pôvodne sa podnik uchádzal o nákup 25 % akcií spoločnosti VSŽ, ktoré ešte zostali vo vlastníctve FNM, argumentujúc motivovaním zamestnancov spoločnosti, ktorí boli členmi odborov. Okrem spoločnosti Hutník sa o tieto akcie uchádzalo ďalších osem záujemcov, vláda však dlho váhala, komu budú akcie nakoniec odpredané. Nakoniec sa spoločnosti Hutník podarilo vo februári 1995 získať 10 % akcií, podobne ako v prípade transakcie so spoločnosťou Manager, s.r.o. za zlomkovú cenu.

Predstavitelia spoločnosti Hutník pôvodne plánovali okamžitý predaj týchto akcií do rúk zamestnancov. Neskôr však od tohto zámeru upustili, zmenili právnu formu podnikania z s.r.o. na akciovú spoločnosť a zamestnancom predávali namiesto akcií VSŽ, a.s. svoje vlastné

⁵⁷ Táto banka bola založená podnikom VSŽ, a.s. v roku 1992

akcie.⁵⁸ Zaujímavou osobou v spoločnosti Hutník je jej prezident a predseda predstavenstva, Jaroslav Gruber, ktorý bol okrem toho i vodcom odborárov vo VSŽ a členom dozornej rady VSŽ. Médiá sa o ňom vyjadrili ako o blízkom priateľovi Alexandra Rezeša a Vladimíra Mečiara.

V júni 1995 bol podnik VSŽ, a.s. podľa Zákona o strategických podnikoch zaradený medzi strategické podniky, čo znamenalo, že štát si v ňom mal udržať kontrolný podiel. Zdalo sa teda, že štát si ponechá zvyšných 15%, ktoré sa nachádzali vo FNM. O to prekvapivejšie boli nasledujúce udalosti z leta 1995.

V júli 1995, v období, keď Alexander Rezeš zastával post ministra dopravy a komunikácií v tretej vláde Vladimíra Mečiara, ďalšia ním ovládaná spoločnosť, Ferrimex, s.r.o., odkúpila ďalších 15,27% akcií VSŽ – zostávajúci podiel na akciách VSŽ, ktorý bol vo vlastníctve FNM. Spoločnosť Ferrimex, s.r.o. bola vlastnená spoločnosťami Hutník, a.s. (15%) a ARDS, a.s.⁵⁹ (75%). Ďalšou spoločnosťou, ktorá sa podieľala na vlastníctve VSŽ a bola zároveň pod vplyvom vtedajšieho manažmentu VSŽ, bola Všeobecná akciová spoločnosť, a.s.

Po týchto transakciách sa VSŽ stala súkromnou akciovou spoločnosťou, úplne ovládanou zvnútra⁶⁰. V nasledujúcich piatich rokoch došlo k niekoľkým zmenám v štruktúre vlastníkov VSŽ, väčšina z nich bola netransparentná.

Udalosti rokov 1994 a 1995 dokazujú, že privatizácia podniku VSŽ, a.s. je príkladom netransparentného spôsobu privatizácie, ktorý, ako vyplynie z ďalších častí prípadovej štúdie, môže predstavovať značnú prekážku pri vytváraní efektívnych štruktúr riadenia podniku a môže viesť až na pokraj bankrotu podniku.

⁵⁸ Akcie spoločnosti Hutník vlastnilo až 22 000 zamestnancov podniku VSŽ. Akcie spoločnosti Hutník neboli verejne obchodovateľné, prevod týchto akcií bol obmedzený len na zamestnancov podniku a podliehal súhlasu predstavenstva podniku. Akcionári mali teda len obmedzené možnosti zasahovať do fungovania spoločnosti (Olsson, 1999:224).

⁵⁹ Spoločnosť ARDS bola údajne vlastnená Alexandrom Rezešom, vtedajším viceprezidentom VSŽ, Ladislavom Drabikom a vtedajším predsedom dozornej rady, p. Rusnákom. (Olsson, 1999:224)

⁶⁰ Svoj podiel vo VSŽ na začiatku roku 1996 odpredali aj Harvardské investičné fondy (HIS). V roku 1995 boli jediným reprezentantom – outsiderom v štatutárnych orgánoch spoločnosti. Ostatné posty, tak v predstavenstve, ako i v dozornej rade, ovládali ľudia zo skupiny kontrolovanej vtedajším vedením. Zástupca HIS sa postupne prestali zúčastňovať valných zhromaždení, pretože nedostávali relevantné informácie. Nakoniec po vylúčení zástupcu HIS z dozornej rady predali fondy 12,1%-ný podiel v železiarňach. Z obdobných dôvodov sa svojho podielu zbavil i IPF VUB Invest. (Olsson, 1999)

ORGANIZAČNÁ ŠTRUKTÚRA PODNIKU: POKRAČOVANIE V DIVERZIFIKÁCII A ATOMIZÁCII

Nový manažment zvolil stratégiu ďalšej atomizácie VSŽ a rozsiahlej diverzifikácie aktivít podniku. V roku 1996 sa uskutočnili mnohé zmeny v organizačnom a manažerskom modeli podniku. Podľa plánovanej organizačnej štruktúry sa VSŽ mal stať “nadmárodným podnikom s národnou zodpovednosťou”.

Diverzifikácia aktivít sa zakladala na argumente, že oceliarstvo silne podlieha hospodárskym cyklom a najlepší spôsob ako sa vyhnúť nepriaznivým dôsledkom týchto cyklov bolo rozšíriť aktivity podniku do nehnuteľných odvetví. K hlavným oblastiam záujmu podniku patrili hutnícky priemysel, inžiniering, energetika, telekomunikácie a finančný sektor. V oblasti hutníctva bol čoraz väčší dôraz bol kladený na finalizovanie produktov a výrobu s vyššou pridanou hodnotou.

NOVÉ OBLASTI ZÁUJMOV

V rámci atomizácie sa podnik začal orientovať i na finančníctvo. Manažment VSŽ mal nemalé ambície v oblasti bankovníctva a naplno ich začal realizovať v roku 1996. Z tohto obdobia je známa najmä snaha manažmentu VSŽ o ovládnutie jednej z najväčších slovenských bánk – Investičnej a rozvojovej banky, a.s. (IRB).

Manažmentu VSŽ sa podarilo získať minimálne 40% podiel v IRB, štvrtej najväčšej slovenskej komerčnej banke napriek tomu, že v tomto období nadobudnutie viac ako 15% podielu v banke podliehalo súhlasu Bankovnej rady Národnej banky Slovenska. NBS s akvizíciou podielu v IRB nesúhlasila, manažment VSŽ si napriek tomu cesty k ovládnutiu banky našiel. V portfóliu samotného podniku sa nachádzalo práve 15% akcií, zvyšný podiel sa však nachádzal vďaka formálnym prevodom v portfóliách spoluvlastnených podnikov.⁶¹

IRB sa však v priebehu roku 1997 dostala do vážnych finančných problémov, ktoré vyústili v uvalenie nútenej správy na túto banku v decembri roku 1997. Podľa analýzy Mesa 10⁶² zodpovednosť za insolventnosť IRB nesú majortní vlastníci IRB, teda manažment z VSŽ, ďalej vládna koalícia a bankový dohľad NBS.⁶³

⁶¹ Marcinčin (2000a:330); samotný podnik VSŽ, a.s. vlastnil 14,64% akcií, spoločnosť ARDS držala 13,46%. Ďalších asi 15% bolo v rukách spoločností, ktoré jednali v zastúpení VSŽ, ich podiel na vlastníctve akcií IRB však nepresiahol 5%, čím sa vyhli povinnosti nahlásiť svoj vlastnícky podiel v Stredisku cenných papierov.

⁶² Zdroj: Krach IRB – štvrtej najväčšej slovenskej banky, Monthly Report December 1997, www.mesa10.sk

⁶³ V prípadovej štúdii sa venujem prípadu IRB len okrajovo, je to jeden z mnohých ukážok pokriveného chovania sa manažmentu.

Manažment VSŽ, a.s. sa ani netajili tým, že banku potrebuje na financovanie rizikových operácií.⁶⁴

Podnik vlastnil podiely aj v iných finančných inštitúciách, napríklad v poisťovniach⁶⁵, investičných fondoch a bankách, plánoval nadobudnúť majoritný podiel v Slovenskej Poisťovni. Navyiac podnik VSŽ nadobudol i nemocnicu Košice-Šaca.

Atomizácia podniku pokračovala aj v roku 1997. Manažment VSŽ začal rozširovať svoje aktivity do chemického priemyslu, masmédií⁶⁶ a športu⁶⁷. Tieto aktivity neboli podľa médií veľmi výnosné, údajne sa totiž stávalo, že manažment VSŽ dokonca platil hráčom iných futbalových klubov vysoké odmeny, aby vyhrali nad možnými nebezpečnými súpermi pražského a košického futbalového klubu.

Podnik pokračoval aj v rozširovaní sa do zahraničia, zúčastnil sa na privatizačnom tendri maďarského metalurgického kombinátu DAM v Diosgyori. Neskôr VSŽ tento tender vyhral a nadobudol 74,67% akcií DAMu.

STRATÉGIA ROKU 1997

Na konci roku 1997 pripravilo predstavenstvo VSŽ strategickú koncepciu nového organizačného a právneho usporiadania podniku – VSŽ Holding. Manažment deklaroval, že jeho zámerom je vybudovať priehľadnejšie, efektívnejšie a racionálnejšie organizačné štruktúry.

Víziou manažmentu podniku bolo vytvoriť viacodvetvový nadnárodný holding, ktorý by bol konkurencieschopný a to využitím cieľavedomej diverzifikácie podnikateľského portfólia, aby tak zabezpečil zhodnotenie majetku akcionárov a uspokojenie potrieb zákazníkov.

Už skôr započatým rozširovaním portfólia aktivít sa manažment podniku snažil o elimináciu vplyvu hospodárskych cyklov typických pre metalurgiu. VSŽ Holding sa preto zamerlal na nasledujúce aktivity:

- hutníctvo
- strojárstvo

⁶⁴ Zdroj: Krach IRB – štvrtej najväčšej slovenskej banky, Monthly Report December 1997, www.mesa10.sk

⁶⁵ Napr. 100% v doplnkovej dôchodkovej poisťovni Stabilia a v zdravotnej poisťovni Sideria

⁶⁶ Podnik vlastnil napríklad dvojicu novin.

⁶⁷ V tomto období podnik získal podiel vo futbalovom klube AC Sparta Praha a vlastnil tiež futbalový klub v Košiciach.

- keramická výroba
- elektroenergetika
- obchod
- služby
- finančníctvo

Na začiatku roku 1998 prešiel podnik zmenami nevyhnutnými k realizácii novej stratégie⁶⁸. Dcérske spoločnosti boli v 100% vlastníctve materského VSŽ Holding, dcérske spoločnosti mali zase vlastniť svoje ďalšie dcérske spoločnosti. Materská spoločnosť VSŽ Holding mala tieto akciové spoločnosti finančne spravovať, a to prostredníctvom vnútro podnikového plánovania, kontroly, financovania, stratégie, akvizičných aktivít a kontrolným balíkom akcií týchto dcérskych spoločností.

Na jednej strane môže byť diverzifikácia aktivít vnímaná ako snaha o vysporiadanie sa s cyklickým charakterom oceliarstva. Navyše niektoré nové oblasti záujmu VSŽ Holding môžu byť pozitívne vnímané ako verejnoprospešné aktivity. Na druhej strane však ďalšie investície vyžadovali značné finančné zdroje, ktoré boli ale zúfalo potrebné v hlavnej výrobe podniku.

Mnohé z nových aktivít boli od začiatku stratové a niektoré investície manažmentu boli až príliš luxusné, napríklad mnoho limuzín, či podnikové lietadlo. Hľadiac späť možno konštatovať, že mnoho z týchto aktivít slúžilo na netransparentné prevody peňazí, ktoré mohli byť zatajované vo vzájomných kontraktoch v rámci holdingu.

V podniku došlo k výmene vrcholového manažmentu. Dovtedajší členovia predstavenstva, ktorí boli zároveň významnými vlastníkami, prešli do dozornej rady spoločnosti. Novým predsedom predstavenstva a prezidentom VSŽ Holding, a.s.⁶⁹ sa stal vtedy 29-ročný syn Alexandra Rezeša, Július. Ďalší členovia predstavenstva boli jeho rovesníci a priatelia bez väčších riadiacich a manažérskych skúseností. V médiách bol nový manažment pejoratívne nazývaný „kindermanažment“. V dôsledku zhoršujúcej sa situácie a výmeny vedenia už v tomto období klesla hodnota akcií VSŽ až o 40 %.

⁶⁸ Došlo napríklad k zmene právnej formy podnikania dcérskych spoločností – z pôvodne spoločností s ručením obmedzeným sa stali akciové spoločnosti.

⁶⁹ Na valnom zhromaždení, na ktorom bolo vymenované nové predstavenstvo, bola akcionármi odsúhlasená i zmena názvu spoločnosti na VSŽ Holding, a.s.

NADOBÚDANIE REPUTÁCIE

Rok 1995 bol úspešným pre celú slovenskú ekonomiku. VSŽ dosiahla najvyššie zisky od roku 1990, vývoj výrobnotechnickej základne prebiehal podľa strategických plánov. Táto priaznivá situácia bola čiastočne dôsledkom rastu dopytu a cien, čiastočne znižovaním nákladov.

Akcie VSŽ patrili v tomto období k najobchodovanejším na všetkých organizovaných trhoch s cennými papiermi. V marci 1995 boli akcie VSŽ kótované na Burze cenných papierov Bratislava a v októbri 1995 boli prevedené na hlavný trh kótovaných cenných papierov.

MEDZINÁRODNÉ RENOMÉ

Podnik bol pomerne úspešný aj v reštrukturalizácii svojej hlavnej aktivity – výroby ocele. Zmeny vo výrobnom programe začali v roku 1990 a v ďalších obdobiach pokračovali v duchu svetových trendov. VSŽ sa dočkali dôvery a ocenenia, a to vo forme členstva v mnohých medzinárodných oceliarskych asociáciách a organizáciách a mnohých ocenení kvality a medzinárodných certifikátov.

V roku 1994 sa podnik VSŽ stal pridruženým členom prestížnej organizácie International Institute for Steel and Iron, obdržal mnoho medzinárodných certifikátov kvality a v roku 1995 sa stal pridruženým členom EUROFERu, asociácie európskych producentov ocele. V roku 1996 sa VSŽ stali prvým podnikom zo strednej a východnej Európy, ktorý sa stal členom medzinárodnej asociácie ULSAB producentom ultraľahkých oceľových karosérií pre osobné automobily. Toto bolo dôležité najmä z hľadiska neustáleho pohybu zákazníkov smerom k automobilovému priemyslu. Podnik obdržal i mnohé ceny za kvalitu a výroby, a ďalej medzinárodné certifikácie produktov a výrobných skupín podľa zahraničných technických noriem.

CUDZINCI NA OBZORE

V roku 1997 nadviazal podnik VSŽ, a.s. prvé kontakty so zahraničnými partnermi. Spoluprácu rozvinul s fínskou spoločnosťou Rautarukki Oy, s ktorou založil spoločný podnik na výrobu profilov, Rannila Košice, s.r.o.

Na začiatku novembra 1997 bol schválený projekt o vzniku joint venture na výrobu pocínovaných plechov s americkou spoločnosťou U.S.Steel. VSŽ, a.s. pristúpil na tento projekt v záujme zvyšovania svojej konkurencieschopnosti a získavania prípadných nových partnerov, aby zvyšoval objem produkcie s pridanou hodnotou a znižoval svoju závislosť na trhoch so surovou oceľou. U.S.Steel Group je najväčším integrovaným výrobcom ocele v USA, za posledných 20 rokov investoval do vývoja technológií viac ako 7 mld. USD a joint venture s VSŽ, a.s. malo byť ich prvou prevádzkou mimo USA a jedna z najväčších investícií vôbec.

Zástupcovia U.S.Steel neskôr potvrdili, že jeden z hlavných dôvodov, prečo sa rozhodli vstúpiť do spoločného podniku s VSŽ bolo spoznať prostredie a vnútornú štruktúru podniku VSŽ – snažili sa zistiť, či by potenciálna akvizícia podniku bola rozumnou investíciou a dobrým spôsobom založenia svojej divízie v tejto časti sveta.

Vo februári 1998 bola s U.S.Steel podpísaná zmluva a následne bola založená spoločnosť VSŽ U.S.Steel, s.r.o. na výrobu a predaj obalových pocínovaných plechov. U.S.Steel sa zaviazali investovať do spoločného podniku 2 mld. Sk. VSŽ, a.s. i U.S.Steel mali v podniku podiel po 50%. Odhadovaná ročná produkcia novozaloženého podniku bola 200 000 ton ocele. Dovtedy bežala výroba obalových pocínovaných plechov v dcérskej spoločnosti VSŽ, VSŽ Oceľ, s.r.o., v tomto období dosahovala úroveň 140 000 ton za rok. Joint venture teda znamenala značné rozšírenie produkcie.

FINANČNÁ SITUÁCIA

Vďaka svojej vynikajúcej reputácii získali VSŽ úvery od medzinárodných bánk za veľmi výhodných podmienok. V roku 1995, Merrill Lynch poskytol VSŽ, a.s. dlhodobý zahraničný aktívami nezaručený úver vo výške 35 mil. USD.

Avšak vzhľadom na finančne náročný výrobný plán a diverzifikáciu aktivít rástla potreba ďalšieho externého financovania podnik. Podnik sa v roku 1996 pokúsil získať ďalšie externé zdroje a za svojho hlavného sprostredkovateľa ING Barrings. S jeho pomocou bol vytvorený syndikát silných amerických, japonských a európskych bankových inštitúcií, ktorý podniku poskytol vo februári 1997 ďalší 5-ročný aktívami neručený úver v objeme 50 mil. USD.

V máji roku 1997 bol k syndikovanému úveru podpísaný dodatok 125 mil. USD s nižšou nákladovosťou úveru a s výhodnejšími podmienkami splácania a ukazovateľa úverovej

zadĺženosti VSŽ, a.s. VSŽ tieto zahraničné úvery využili na splatenie nevýhodných pôžičiek od slovenských peňažných ústavov a čiastočne pokryli finčné nároky vývojových a investičných programov.

AVŠAK...

Finančná situácia podniku sa od roku 1996 zhoršovala. Vplyv na pokles prevádzkového zisku mali vonkajšie i vnútorné faktory:

1. pokles cien ocele a metalurgických výrobkov
2. pokles objemu výroby spôsobený pravidelnými prehliadkami a opravami zariadenia v závodoch
3. nárast cien energie a surovín a dopravných nákladov
4. vyššie finančné náklady spôsobené kurzovými stratami

HROZIACA KRÍZA

Od začiatku roku 1998 sa zhoršovala situácia na svetových trhoch. Metalurgia bola opäť v kríze, v dôsledku čoho celosvetovo prudko poklesli ceny ocele. Navyše krajiny juhovýchodnej Ázie ponúkali oceliarske výrobky za oveľa nižšie ceny a zaplavovali nimi trhy.

Politická nestabilita na Slovensku viedla k poklesu záujmu zahraničných investorov o Slovensko. Keďže v septembri roku 1998 sa po parlamentných voľbách dostala k moci nová vládna koalícia, manažment stratil politickú podporu. Nová vláda okamžite prijala mnoho reštriktívnych opatrení a začala s kontrolou podniky, u ktorých existovalo podozrenie na vysoké daňové nedoplatky. Jedným z nich bol práve VSŽ Holding, a.s. Ukázalo sa, že daňové záväzky VSŽ Holding, a.s. dosiahli až 4 mld. Sk, čo znamenalo, že štát bol najväčším veriteľom VSŽ. Podnik nebol schopný splatiť tento záväzok.

FINANČNÁ SITUÁCIA PODNIKU – NA POKRAJI BANKROTU

V podniku pretrvávali problémy s dlhodobým financovaním, na zaistenie prioritných investičných akcií podnik potreboval dlhodobé zdroje v objeme cca 200 mil. USD. Predstavenstvo VSŽ Holding, a.s. preto rozhodlo ešte v roku 1997 o emisii dlhopisov na

zahraničných kapitálových trhoch do výšky 240 mil. USD so splatnosťou 7 až 10 rokov. Emisiou boli poverené finančné inštitúcie Chase Manhattan a ING Barrings.

V marci roku 1998 bola podpísaná dokumentácia – základné podmienky emisie a čerpania prekleňovacieho úveru vo výške 30 mil. USD. V apríli došlo k čerpaniu prvej časti prekleňovacieho úveru. Uskutočnenie emisie dlhopisov sa však neustále oddŕaľovalo. Banky poverené emisiou dlhopisov nakoniec v auguste 1998 upozornili na krízu na svetových peňažných a kapitálovo-investičných trhoch, čo malo veľmi nepriaznivo ovplyvniť možnosť vydania a umiestnenia dlhopisov VSŽ Holding. Emisia sa nakoniec neuskutočnila. Pravým dôvodom bolo, že počas hĺbkovej kontroly podniku bol zistený skutočný rozsah problémov podniku.

Krátko na to, čo ING Barrings a Chase Manhattan prezentovali skutočnosti o emisii dlhopisov, uplatnili banky, ktoré odkúpili podiely v úvere aranžovanom Merrill Lynch International Limited riadne dohodnutú zmluvnú opciu na predčasné splatenie úverov v celej jeho výške k termínu 9.11.1998.

Práve príprava tejto emisie odhalila zhoršujúcu sa situáciu VSŽ Holding, a.s., nedostatok finančných prostriedkov v podniku.⁷⁰ Emisia bola teda akýmsi spúšťacím mechanizmom, ktorý primäl banky k uskutočneniu krokov v záujme ochrany svojich investícií. Až do tohto momentu sa banky spoliehali na to, že podnik bol príliš veľký a mal strategický význam, bol „too big to fail“. Táto skutočnosť oslabila ich motiváciu kontrolovať skutočný stav podniku, ktorý sa tak dostal až na pokraj bankrotu.

Vzhľadom na katastrofálnu finančnú situáciu podniku bolo potrebné reštrukturalizovať existujúce úverové zdroje. V októbri 1998 sa prvý raz zišli zástupcovia VSŽ Holding, a.s. s predstaviteľmi rozhodujúcich veriteľských bánk, aby našli spôsob reštrukturalizácie úverového portfólia, ktorý by bol prijateľný pre všetky zainteresované strany.

Keďže podnik mal záväzky voči 44 bankám, tieto si vytvorili Koordinačnú komisiu, ktorá vyjednávala so zástupcami VSŽ v celom ďalšom procese reštrukturalizácie úverového portfólia. VSŽ Holding, a.s. deklaroval neschopnosť splácať bankové úvery.

Podnik mal k 9.11.1998 splatiť úver vo výške 35 mil. USD aranžovaný Merrill Lynch International Limited. Avšak k tomuto dňu a ani behom nasledujúcich 10 dní, ktoré boli ešte banky ochotné čakať, sa mu úver splatiť nepodarilo. VSŽ Holding, a.s. sa dostal do situácie

⁷⁰ Rozhovor s Gabrielom Eichlerom, marec 2003

cross-defaultu vo väčšine svojich úverových vzťahov. Mnohé banky prijali opatrenia, ktoré spôsobili pokles úverových zdrojov, niektoré banky vypovedali úverové zmluvy.

Rokovania vrcholového manažmentu VSŽ Holding a koordinačnej komisie vyústili na konci novembra 1998 do niekoľkých parciálnych dohôd, ktoré mali vyústiť do celkovej reštrukturalizácie pôžičiek spoločnosti VSŽ Holding, a.s. Medzi najdôležitejšie prijaté kroky patrilo "Letter of Undertaking", na základe ktorého bolo pozastavené splácanie istín úverov a v ktorom sa VSŽ Holding zaviazal nepodnikať bez súhlasu koordinačnej komisie žiadne kroky, ktoré by viedli k znižovaniu hodnoty podniku, ďalej povolenie k vonkajšiemu auditu auditorom navrhnutým koordinačnou komisiou, zmena manažmentu podniku a podpísanie stabilizačnej dohody "Standstill Agreement".

3.3.4 ZHRNUTIE

Privatizácia je nutnou podmienkou zabezpečenia reštrukturalizácie podnikov, nie však podmienkou jedinou. V záujme zlepšovania výkonnosti podnikov je potrebné zabezpečiť tvrdé rozpočtové obmedzenia podnikov, vybudovať systém corporate governance. Podnik VSŽ, ktorý je predmetom prípadovej štúdie, je príkladom toho, ako samotná privatizácia nie je dostatočnou garanciou reštrukturalizácie podniku. Po druhej vlne privatizácie podnik ovládli jeho manažéri, čo na Slovensku nebolo zriedkavé.

Akcionári, ktorí neboli súčasťou vnútornej koalície, postupne stratili možnosť zasahovať do fungovania podniku. Príkladom je skúsenosť Harvardských investičných fondov, ktoré v podniku po prvom kole kupónovej privatizácie vlastnili asi 12 % akcií a svoj podiel nakoniec na začiatku roku 1996 odpredali.

Na základe toho by sa mohlo zdať, že pre akcionárov existovala možnosť odchodu z podniku prostredníctvom kapitálových trhov. Domnievam sa však, že práve v prípade VSŽ možnosť odchodu bola možná preto, že skupina okolo manažmentu podniku mala stále záujem na odkupovaní ďalších vlastníckych podielov v podniku⁷¹.

Manažmentu podniku sa postupne podarilo získať viac ako 50% akcií podniku a tým ho *de facto* ovládnuť. Podnik však potreboval kapitál na rozsiahlu reštrukturalizáciu a privatizácia

⁷¹ K fungovaniu kapitálových trhov viz kapitola 3.3.4. Hoci nemám k dispozícii presné informácie o jednotlivých transakciách s akciami VSŽ, na základe prepočtov jednotlivých vlastníckych podielov sa domnievam, že jeden z možných kupcov akcií od HIF bola Všeobecná akciová spoločnosť, a.s., ktorá bola pod kontrolou vtedajšieho manažmentu podniku, v roku 1995 sa medzi akcionármi neobjavila, nepatrila ani medzi akcionárov, ktorí by akcie odkúpili od FNM, v roku 1996 už figurovala s podielom 12,2%;

do rúk manažmentu bola privatizáciou bez kapitálu, preto manažment VSŽ musel nájsť externé zdroje financovania. Podarilo sa mu získať zdroje nielen od slovenských, ale i od svetoznámych zahraničných bánk, a to vďaka dobrej reputácii na svetových trhoch a domnievam sa, že i na základe svojej veľkosti, ktorá pre veriteľov predstavovala istý druh garancie. Nezaistené úvery od medzinárodných bankových domov ďalej umocňovali dobrú povest' a dôveryhodnosť podniku. Vo VSŽ teda neexistoval klasický problém agentúry medzi manažmentom a akcionármi podniku, ale medzi manažmentom a veriteľmi. Bolo v záujme veriteľov, aby zabezpečili návratnosť svojej investície.

Úroveň reštrukturalizácie slovenského bankového sektora však v období, ktoré je zachytené v prvej časti prípadovej štúdie, ešte nebola dostačujúca na to, aby boli slovenské banky aktívnymi účastníkmi corporate governance, o čom svedčí i prípad IRB.

Zahraničné banky predstavovali prvého zahraničného investora, ktorý do podniku vložil svoj kapitál. Na rozdiel od priamych zahraničných investícií, ktoré sú predmetom nasledujúcej kapitoly a vo VSŽ sa stali aktuálnymi až v neskoršom období, zahraničné banky nedokázali vykonávať efektívne svoju rolu v corporate governance. Záruku návratnosti svojich investícií videli v tom, že podnik bol „too big to fail“ a do diania v podniku zasiahli až v poslednej možnej chvíli, keď bol podnik na pokraji bankrotu a situáciu bolo nutné okamžite riešiť.

Manažment pomerne dlhú dobu dokázal zakryť rapídne sa zhoršujúci stav podniku tým, že sa odvolával na celkovú zhoršujúcu sa situáciu v metalurgii. Vedenie zneužilo situáciu, keď nik efektívne nedohliadal na hospodárenie podniku a nemohol zasiahnuť do jeho fungovania a uchýlilo sa k redistribučným stratégiám. Pod ochrannými krídlami vtedajšej vládnej garnitúry podnik vykrádali, atomizácia podniku nadobudla až také rozmery, že podnik nebolo možné efektívne riadiť a komplikovanosť jeho štruktúry manažment zneužíval na sebaobohacovanie sa. Až hĺbkové kontroly uskutočňované pred pripravovanou emisiou dlhopisov ukázali skutočný rozsah problémov v podniku. Jediné, čo podnik zachránilo od bankrotu, bola jeho veľkosť a strategický význam.

Slovenské vlády až do roku 1998 sa zameriavali na makroekonomickú stabilizáciu, mikroekonomické reformy boli odkladané. O to dôležitejšiu úlohu mali v podniku zahraničné banky, ktoré mali priestor pre to, aby svoju úlohu v corporate governance vo VSŽ vykonávali dôslednejšie.

4. kapitola

PRIAME ZAHRANIČNÉ INVESTÍCIE A CORPORATE GOVERNANCE

4.1 PRIAME ZAHRANIČNÉ INVESTÍCIE

Reštrukturalizácia podnikov v tranzitívnych ekonomikách vyžaduje rozsiahle investície do morálne, či fyzicky opotrebovaného kapitálu a fyzického vybavenia. V podmienkach nedostatku vlastných kapitálových zdrojov a vysokej ceny kapitálu predstavujú zahraničné investície jednu z alternatív financovania časti týchto investičných potrieb.

Do tranzitívnych ekonomík môžu plynúť v podobe portfóliových investícií, úverov, či priamych zahraničných investícií (ďalej PZI). PZI sú špecifické v tom, že okrem kapitálu prinášajú do cieľových podnikov aj ďalšie prvky ovplyvňujúce ich vývoj.

Devízový zákon Slovenskej republiky⁷² definuje priame zahraničné investície ako: „*také vynaloženie peňažných prostriedkov alebo iných peniazmi ocenených majetkových hodnôt alebo iných majetkových práv, ktorého účelom je založenie, získanie alebo rozšírenie trvalých ekonomických vzťahov investujúceho tuzemca alebo tuzemcov ako osôb konajúcich v zhode na podnikaní v zahraničí alebo investujúceho cudzozemca alebo cudzozemcov ako osôb konajúcich v zhode na podnikaní v tuzemsku...*“

PZI môžu byť realizované formou nadobudnutia výlučného (100%) podielu na podnikaní, získania majetkovej účasti vo výške minimálne 10% základného imania, poskytnutia dlhodobého finančného úveru za predpokladu, že investor má na podnikaní daného subjektu účasť, resp. formou reinvestície výnosu z už zrealizovanej priamej investície.

4.2 PRIAME ZAHRANIČNÉ INVESTÍCIE Z POHLADU INVESTORA

Podnik má motiváciu vstúpiť na zahraničné trhy v prípade, že disponuje výhodou, ktorá mu umožní prekonať nevýhodné postavenie plynúce z jeho zahraničného pôvodu a pokryť dodatočné náklady spojené s podnikaním v zahraničí (Nollen, 2002). Na PZI možno nazerať ako na alternatívu k vývozu a transferu zdrojov na základe zmluvy.

⁷² Zbierka zákonov č. 456/2002

Kogut (1996) rozdelil motivácie zahraničných investorov do troch skupín podľa strategických motívov investora:

1. *Transfer nehmotnej konkurenčnej výhody.* Zahraničný podnik, ktorý na domácom trhu disponuje určitou konkurenčnou výhodou, ktorá mu zabezpečuje rýchlejší rast doma, je motivovaný priamou investíciou do zahraničia zlepšiť svoje priaznivé postavenie, a to rozšírením využitia konkurenčnej výhody z domácich trhov i na trhy zahraničné. Tento prípad sa najčastejšie vyskytuje v priemyselných odvetviach so štruktúrou smerujúcou k oligopolnej.
2. *Príťažlivosť lokality.* Zahraničný investor môže mať motiváciu investovať do určitej lokality z rôznych dôvodov. V postkomunistických ekonomikách sa vyskytujú lákavé i odstrašujúce faktory pôsobiace na zahraničných investorov. Brada et al. (2000) tieto faktory zhrnuli nasledovne:

Tabuľka 1: Lákavé a odstrašujúce faktory v tranzitívnych ekonomikách pre zahr. investorov

Lákavé faktory	Odstrašujúce faktory
Nízke výrobné náklady	Politická stabilita
Zručnosť pracovnej sily	Právna a inštitucionálna infraštruktúra
Ekonomické prostredie	Vlastnícke práva
Expanzia/zriadenie trhov	Systém správy akciových spoločností
Prístup na trhy	Korupcia
Strategické kroky:	Dodávateľské siete
1. vyjednávanie z vládou a/lebo prac.silou	Charakter firiem a pracovnej sily
2. oligopolistické hry ⁷³	Obmedzené trhy
Vertikálna integrácia	Nízka kúpna sila
Prístup k technológiám a strojovým zariadeniam	Podnikateľské prostredie
Možnosti exportu a dovozné bariéry	
Politické motívy	

Zdroj: Brada et al. (2000:xvii)

3. *Výnosy z koordinácie a spájania aktív v medzinárodnom rozsahu.* Nadnárodná spoločnosť spája vedomosti, technológie a skúsenosti medzi rôznymi krajinami, je preto dôležitým

⁷³ Napríklad first mover advantage, hrozby.

mechanizmom zmien. Jej fungovanie v rôznych krajinách, a teda rozmanitých podmienkach, umožňuje hybridizáciu rôznych národných princípov či znalostí, čím sa vytvárajú výhody medzinárodne pôsobiacich firiem oproti čisto domácim firmám. Koordinácia nadnárodnej spoločnosti zase umožňuje presun výroby alebo technológií medzi jednotlivými prevádzkami v závislosti napríklad od výmenných kurzov.

Brada et al. (2000) na základe empirických štúdií konkrétnych podnikov v tranzitívnych ekonomikách⁷⁴, do ktorých kapitálovo vstúpil zahraničný investor, identifikovali tri rôzne motivácie investorov založené na ich stratégii a postavení na trhu:

- i. *Preniknutie na lokálne trhy.* Táto stratégia sa najčastejšie vyskytla u výrobcov nápojov, tabakových výrobkov a spotrebného tovaru. Investori potom túto stratégiu opakovane uplatňovali v rámci širšieho regiónu.
- ii. *Preniknutie na domáci trh s cieľom podrobenia si susedných trhov.* Tento zámer sa prejavil u investorov v prípade financií a výroby elektroniky.
- iii. *Preniknutie na trh a integrácia nadobudnutého podniku do globálnej ekonomiky.* Tento prístup volili napríklad výrobcovia automobilov a ocele.

Tranzitívne ekonomiky predstavujú obrovský potenciál kvôli rozsiahlosti trhov a relatívne dobre vzdelanej pracovnej sile. Vo všeobecnosti však platí, že riziká, či už ekonomické alebo politické, sú v týchto krajinách vyššie ako vo vyspelých trhových ekonomikách. Vzhľadom na túto skutočnosť nemusia byť tranzitívne ekonomiky až tak príťažlivou cieľovou stanicou zahraničných investorov.

Vplyv PZI možno pozorovať jednak na úrovni mikroekonomickej, tj. v cieľovom podniku, ale aj na úrovni makroekonomickej, tj. na úrovni ekonomického systému cieľovej krajiny. Keďže táto práca sa zaoberá vplyvom PZI na rozvoj corporate governance, časti popisujúce efekty PZI na cieľovú ekonomiku a na cieľový podnik sú stručné a v bakalárskej práci majú informatívny charakter, s cieľom poskytnúť čo najucelenejší pohľad na problematiku PZI.

⁷⁴ Jedná sa o štúdiu porovnávajúcu priame zahraničné investície v Bulharsku, Českej republike a Slovinsku.

4.3 PRIAME ZAHRANIČNÉ INVESTÍCIE A CIEĽOVÝ PODNIK

Zahraničný investor predstavuje pre cieľový podnik prínos v mnohých oblastiach, medzi jeho najvýznamnejšie vklady patria:

1. dodávky kapitálu
2. znalosti o organizácii podniku (organizational knowledge)
3. vyspelá technológia, nevyslovené znalosti
4. prístup na svetové trhy

Vo všeobecnosti platí⁷⁵, že hospodárske výsledky podnikov so zahraničným kapitálom sú priaznivejšie ako výsledky spoločností vlastnených tuzemskými vlastníkmi. Ďalšou empiricky overenou skutočnosťou je, že v podnikoch vlastnených zahraničným vlastníkom prebieha hlboká, či strategická reštrukturalizácia v oveľa väčšej miere, než v podnikoch, ktoré zahraničného vlastníka nemajú.⁷⁶ Tieto fakty plynú i z toho, že zahraničný investor do podniku prináša fyzický kapitál, manažérske schopnosti, nevyslovené znalosti o tom, ako si nájsť nové trhy, zmeniť štruktúru sortimentu tak, aby to zvýšilo príjmy podniku, ako renovovať podnik a jeho vybavenie a tým zvyšovať produktivitu práce, kvalitu a znižovať náklady.⁷⁷

4.4 PRIAME ZAHRANIČNÉ INVESTÍCIE A CIEĽOVÁ EKONOMIKA

V cieľovej ekonomike môžu PZI pozitívne vplyvať na úroveň agregátnych investícií a platobnú bilanciu krajiny, na mieru nezamestnanosti v krajine, na štruktúru ekonomiky a jej regionálne rozloženie. Zvlášť v súvislosti s tranzitívnymi ekonomikami sem spadajú i dopady na proces transformácie z plánovaných na trhové ekonomiky (Brada et al., 2000).

Navyše zahraniční investori v mnohých prípadoch nezostanú len pri investícii do jedného podniku a rozširujú svoje pôsobenie v cieľovej krajine, a to buď subdodávkami od nezávislých dodávateľov z rôznych odvetví a odborov alebo odkúpením ďalších podnikov, ktoré potom pracujú ako súčasť zahraničnej spoločnosti, prípadne obidvoma spôsobmi (Hošková, 2001). Prostredníctvom dodávateľsko-odberateľských sietí cieľového podniku pôsobia PZI i na ďalšie podniky, ktoré by sa iným spôsobom k spolupráci so zahraničným

⁷⁵ Vo svojich prácach to empiricky dokladajú napr. Jakoby (2002), World Bank (2001).

⁷⁶ Táto skutočnosť sa uvádza napr. v prácach Nollen (2002), de Mortel (2002)

⁷⁷ Jakoby (2002:174) uvádza, že v roku 2000 to boli výhradne spoločnosti so zahraničným, resp. zmiešaným vlastníctvom, ktoré zvýšili produktivitu práce popri raste zamestnanosti, zatiaľ čo firmy s domácim vlastníctvom dosiahli rast produktivity práve vďaka nižšej zamestnanosti.

partnerom nedostali. Výsledkom takéhoto prenikania PZI do cieľovej ekonomiky sú multiplikačné efekty v oblasti zamestnanosti, exportu, regionálneho rozptylu PZI, či rozvoja corporate governance.

K negatívnym aspektom vstupu PZI pre cieľovú ekonomiku patrí znižovanie domáceho výskumu a vývoja v progresívnych priemyselných odboroch. Ten sa obyčajne koncentruje v materských organizáciách. Na druhej strane však PZI prinášajú do cieľovej ekonomiky čoraz sofistikovanejšiu výrobu a slúžia ako sprostredkovateľ kontaktu so svetom moderných technológií. PZI môžu negatívne pôsobiť na rodiace sa priemyselné odvetvia, de Mortel⁷⁸ dokonca uvádza, že môžu zničiť domácu iniciatívu, ktorá trpí nedostatkom zdrojov v počiatočných fázach a kvôli nedostatočne fungujúcemu kapitálovému trhu nemá možnosť tieto prostriedky získať.

V tranzitívnych ekonomikách môžu PZI slúžiť ako indikátor úspešnosti reforiem (Marcinčin, 2000c:334). Z doterajšieho vývoja prílevu PZI do tranzitívnych ekonomík vyplýva, že PZI plynú najmä do krajín, ktoré dbajú na vytváranie a úpravu právnej a inštitucionálnej infraštruktúry a sú politicky i ekonomicky stabilnejšie⁷⁹. Ich nízka úroveň teda svedčí o malej predvídateľnosti a nedostatočnej atraktívnosti ekonomického prostredia⁸⁰. Vývoj slovenskej ekonomiky je jasným príkladom toho, ako môžu PZI indikovať slabý pokrok v oblasti vytvárania zdravých mikroekonomických základov podnikateľského prostredia v tranzitívnych ekonomikách a ako môžu motivovať k rozvoju v tejto oblasti.

PRIAME ZAHRANIČNÉ INVESTÍCIE NA SLOVENSKU

Slovensko je príkladom ekonomiky, ktorá sa dlhodobo vyznačovala úspešným rastom pri nízkej inflácii a stabilnom výmennom kurze, avšak v objeme prílivu priamych zahraničných investícií patrila medzi najmenej úspešné tranzitívne ekonomiky v strednej a východnej Európe.

Hoci teda ekonomika vykazovala priaznivé výsledky z makroekonomického hľadiska, nízky objem PZI svedčil o nedostatkoch v právnom, inštitucionálnom a regulačnom rámci a o politickej nestabilite v krajine. Medzi najvyhrotenejšie problémy z hľadiska investícií patrili nedostatočná ochrana minoritných akcionárov, slabá vymáhateľnosť práv veriteľov

⁷⁸ De Mortel (2002:161), citované z European Bank for Reconstruction and Development (1994:100)

⁷⁹ Uvádza sa to napríklad v Jakoby, Morvay, Pažitný, (2000:454)

⁸⁰ Hodnotením úrovne podnikateľského prostredia na Slovensku a jej vplyvom na investície sa zaoberá štúdia „Corporate Governance Risk in the Slovak Republic“, www.ineko.sk;

prostredníctvom konkurzov, korupcia vo verejnej správe, nedostatočné zverejňovanie finančných a iných informácií zo strany obchodných spoločností⁸¹. Ďalším zneisťujúcim faktorom bolo vylúčenie Slovenska z prvej vlny rozširovania NATO a z tzv. prvej skupiny kandidátov na členstvo v EÚ. V neposlednom rade sa pod nízku úroveň PZI podpísali i privatizačné politiky vládnych kabinetov do roku 1998, ktoré sa vyznačovali uprednostňovaním domácich manažérov, nezriedkavé bolo rodinkárstvo a ďalšie netransparentné postupy.

Pre vstup zahraničných investorov existovali aj legislatívne obmedzenia, napríklad v oblasti nadobúdania nehnuteľností, získavania povolenia dlhodobého, či trvalého pobytu a procesu registrácie podniku. V materiáli vlády SR „Zlepšenie právneho a regulačného rámca na podporu podnikania a investícií“ z augusta 2000 sa uvádza: „*Mnohí, najmä zahraniční, investori vnímajú situáciu tak, že Slovensko úmyselne spomaľuje proces vstupu investorov tým, že udržiava značne zložitý a netransparentný proces registrácie*“. Marcinčin (2000d) uvádza, že jednou zo zásadných príčin nízkeho prílivu zahraničných investícií je skorumpovanosť súdov.

Situácia sa výrazne zmenila po roku 1998, keď sa k moci dostala nová vládna garnitúra. Táto pristúpila k ozdravovaniu ekonomického prostredia⁸². V oblasti investícií sa situácia výrazne zlepšila vďaka tomu, že nová vláda priniesla inštitút daňovej úľavy (resp. daňového úveru), prijala návrh zákona o podpore výstavby priemyselných rozvojových zón a ďalej návrh zákona o investičných stimuloch, ktorý zaviedol inštitút 10-ročných daňových prázdnin a upravil možnosť poskytovania dotácií na rekvalifikáciu pracovníkov a tvorbu pracovných miest. Výsledkom úsilia novej vlády bolo, že objem PZI v rokoch 1999-2002 signifikantne vzrástol, a to i napriek pretrvávajúcim problémom v oblasti podnikateľského prostredia a vynútiteľnosti práva (Jakoby, 2002). Markantný nárast je viditeľný i z údajov v tabuľke 2:

⁸¹ Podrobnejšie hodnotenie viz materiál vlády SR (1998): „Zlepšenie právneho a regulačného rámca na podporu podnikania a investícií“, www.government.gov.sk.

⁸² viz kapitola 3.2.4

Tabuľka 2: Prílev priamych zahraničných investícií do SR v rokoch 1994 – 2003

Rok	mil. USD			
	Stav k 1.1.	Netto zmena	Kurz. rozdiely	Stav k 31.12.
1994	462,09	272,92	42,96	777,97
1995	777,97	258,38	81,39	1 117,74
1996 ¹⁾	1 161,53	357,49	-84,05	1 434,97
1997 ²⁾	1 603,99	214,78	-148,15	1 670,62
1998	1 670,62	527,27	-69,41	2 128,48
1999	2 128,48	402,95	-259,18	2 272,25
2000	2 272,25	2 155,00	-689,21	3 738,04
2001	3 738,04	1 270,98	-231,74	4 777,28
2002	4 777,28	4 098,78	-1 296,08	7 579,98
2003 ³⁾	7 568,24	275,85	28,58	7 890,67 ⁴⁾

Zdroj: Menový prehľad NBS

1) Zmena metodiky – zaradenie CZK medzi konvertibilné meny

2) Zmena metodiky – zaradenie kapitálu aj v SK (v rokoch 1994 – 1996 len kapitál v zahraničnej mene)

3) Údaje za roky 2001 – 2003 sú predbežné

4) Údaj k 31. marcu

PZI so sebou prinášajú pozitívne i negatívne efekty, avšak ich príliv je podmienený mnohými faktormi. Príklad slovenskej ekonomiky jasne ukazuje, že prístup na rozsiahle trhy a relatívne dobre vzdelaná pracovná sila sú pre prilákanie PZI podmienkou nutnou, nie však postačujúcou. Ďalšou podmienkou prílevu PZI je ekonomická a politická stabilita cieľovej krajiny a pokrok v tvorbe zdravých mikroekonomických základov ekonomiky.

4.5 VPLYV PRIAMYCH ZAHRANIČNÝCH INVESTÍCIÍ NA CORPORATE GOVERNANCE

Transformácia centrálne plánovaných ekonomík predstavuje nespojitú zmenu inštitucionálneho rámca spočívajúcu v radikálnej a zásadnej zmene formálnych inštitúcií a v relatívne zdĺhavejšom prispôsobovaní sa neformálnych inštitúcií.

Proces hľadania súkromných a spoločenských pravidiel zlučiteľných s vznikajúcimi formálnymi inštitúciami vyžaduje voľbu jednotlivcov medzi mnohými alternatívami a kombináciami elementov inštitucionálneho systému. Voľba môže prebiehať experimentovaním, pričom rôzni ľudia k nemu pristupujú rôznym tempom a razanciou. Tento spôsob môže byť pomerne zdĺhavý a nie všetci jednotlivci budú vo svojom hľadaní úspešní. Ďalší spôsob je prostredníctvom imitácie v praxi osvedčených alternatív (de Mortel, 2002:39).

Z hľadiska vytvárania a vývoja inštitúcií, ktoré povedú k efektívnemu fungovaniu podnikov v trhovom prostredí, predstavujú PZI jedinečnú príležitosť, ako spoznať osvedčené alternatívy

organizácie činností podniku a mechanizmov jeho riadenia a napodobniť ich prenesením do cieľového podniku. Kogut (1996:297) dokonca označuje priame zahraničné investície za kvázi-verejný statok v tom zmysle, že okrem samotného cieľového podniku zahraničnej investície môžu úspešné praktiky zahraničného investora odpozorovať i ďalšie podniky, nachádzajúce sa v jeho okolí.

Znalosti o organizácii podniku, ktoré môže zahraničný investor preniesť prostredníctvom svojej investície, možno rozdeliť do trochu skupín (Kogut, 1996:313):

1. organizačné schopnosti⁸³ – investujúca firma prichádza so skúsenosťami a znalosťou, ako organizovať chod podniku
2. organizačné usporiadanie a dohľad nad fungovaním podniku⁸⁴ – investor zavádza vlastné metódy dohľadu nad fungovaním podniku
3. externality v podobe konkurencie⁸⁵ – svojím vstupom zvyšuje zahraničný investor konkurenciu v cieľovej krajine, pričom tak pomáha odhaľovať neefektívne fungovanie ďalších podnikov v ekonomike a motivuje k náprave daného stavu. Zahraničný investor navyše často prináša so sebou i vysoké ekologické štandardy a požiadavky na vysokú úroveň kvality výroby.

Zahraničný investor často so sebou prináša do podniku praktiky a zásady z materskej spoločnosti, ktorých dodržiavanie vyžaduje. Ako ukazuje aj prípadová štúdia v nasledujúcej kapitole, investor si so sebou prináša napr. etický kódex a zásady transparentného podnikania bez korupcie, ktorých dodržiavanie vyžaduje pod hrozbou sankcií. Týmto spôsobom pôsobí na zlepšovanie neformálnych inštitúcií, podnikateľskej kultúry, a to nielen v samotnom podniku, ale v celej dodávateľsko-odberateľskej sieti.

I v tomto prípade však existuje riziko, že prenos inštitúcií z jedného špecifického ekonomického prostredia do iného špecifického prostredia, v ktorom bol spôsob organizácie činností podnikov výsledkom určitého historického vývoja a súčasťou širšieho rámca fungovania ekonomiky, neprinesie očakávaný efekt.

Vplyv PZI na rozvoj formálnych inštitúcií je už menej zrejмый. Ich eventuálny vplyv je obmedzený objemom plynúcim do cieľovej ekonomiky, v dôsledku čoho je potenciál zahraničných investorov ako záujmovej skupiny obmedzený.

⁸³ organizational capabilities

⁸⁴ organizational form and institutional governance

⁸⁵ competitive externalities

Kogut (1996:316) uvádza ako jednu z možností vplyvu na formálne inštitúcie proces ohodnocovania cieľového podniku, pri ktorom uchádzač zo zahraničia vyžaduje silnú reguláciu a zákony týkajúce sa účtovných štandardov, ochrany intelektuálnych práv a repatriácie ziskov. Týmto spôsobom môžu napr. zlepšiť fungovanie mechanizmov monitorovania a zverejňovania informácií potrebných pre fungovanie trhu kontroly nad záležitosťami korporácií.

Autor ďalej uvádza, že zahraniční investori po vstupe do cieľovej ekonomiky často vyžadujú zmeny v zákonoch a vyvíjajú tlak na efektívnejšie fungovanie kapitálových trhov. Môžu prípadne slúžiť aj ako vzor pre mieste vlády, ktoré sa pri styku s PZI stretávajú s praktikami a postupmi využívanými v zahraničí. PZI však môžu z hľadiska formálnych inštitúcií, ako už bolo popísané v kapitole 4.4., slúžiť ako indikátor kvality formálnych inštitúcií, čo môže byť v tranzitívnych ekonomikách impulzom pre rozvoj formálnych inštitúcií. Tak tomu bolo i v prípade Slovenska.

PZI teda môžu mať pozitívny vplyv na rozvoj corporate governance v tranzitívnych ekonomikách. Jednak tým, že do cieľového podniku prinášajú znalosti o organizácii podnikov, ktoré sa osvedčili v ich materských spoločnostiach, a tým môžu slúžiť ako vzor i pre ďalšie podniky. Svojím pôsobením môžu ďalej vplývať i na zmeny formálnych inštitúcií, vzhľadom na objem PZI je však tento prínos menej markantný.

V ďalšej časti nasleduje pokračovanie prípadovej štúdie podniku, v ktorom popisujem jeho ďalší vývoj v rokoch 1998 –2003. V tomto období sa podnik dostal do kontaktu so zahraničnými praktikami až dvakrát. Prvý raz prostredníctvom Gabriela Eichlera, ktorý sa stal novým prezidentom spoločnosti a do podniku na pokraji bankrotu priniesol okrem iného nové metódy a spôsoby organizácie jeho činností. Druhý raz, keď do podniku vstúpil zahraničný investor, U.S.Steel.

4.6 PRÍPADOVÁ ŠTÚDIA PODNIKU VÝCHODOSLOVENSKÉ ŽELEZIARNE, A.S. (VÝVOJ V ROKOCH 1998-2003)

4.6.1 ZAČIATOK NOVEJ ÉRY

Na mimoriadnom valnom zhromaždení zvolanom na 11.12.1998 boli z iniciatívy bankových veriteľov odvolaní pôvodní členovia predstavenstva a na ich meno boli menovaní noví. K určitým zmenám došlo i v dozornej rade spoločnosti⁸⁶. Novým prezidentom a podpredsedom predstavenstva sa následne na žiadosť veriteľských bánk stal Gabriel Eichler⁸⁷.

Ďalší vývoj podniku ukázal, že to bola veľmi dobrá voľba. Okrem toho, že pán Eichler rozumel princípom fungovania trhových ekonomík a poznal i vývoj ďalších tranzitívnych ekonomík, rozumel i slovenskej kultúre a ovládal slovenčinu. Pre podnik to bolo veľkým prínosom, pretože nový prezident podniku sa mohol vďaka svojim osobným predpokladom rýchlo zorientovať v situácii a začať ju okamžite riešiť. Gabriel Eichler v podstate predstavoval pre podnik zdroj skúseností s fungovaním trhových ekonomík a ich inštitucionálnych štruktúr, čo naplno využil pri riadení VSŽ.

V období menovania nového vrcholového manažmentu VSŽ Holding, a.s. bol podnik v situácii nedostatku finančných zdrojov, vysokého podielu pohľadávok po lehote splatnosti a následne vysokých záväzkov po lehote splatnosti. V podniku chýbala hotovosť, cash-flow, bankové účty boli zablokované. Výroba v podniku bola výrazne poddimenzovaná, podnik trpel nedostatkom surovín, nedostatočným odbytom a objemom objednávok. Navyše situáciu podniku komplikovali aj externé vplyvy - na svetových trhoch dochádzalo k poklesu cien valcovaných výrobkov.

Nový manažment pod vedením Gabriela Eichlera predstavil program, ktorý pozostával zo štyroch bodov:

1. Zamedziť konkurzu, udržať podnik v prevádzke a zlepšovať jeho ekonomiku.

⁸⁶ Pôvodní členovia predstavenstva Július Rezeš, Jaroslav Bilík, Pavol Miškov, Milan Jurko, Milan Uhliar a Jozef Brušša boli nahradení Ladislavom Drabikom, Thomasom Grahamom a Gabrielom Eichlerom. Nová dozorná rada mala nasledovné zloženie: Alexander Rezeš, Jaroslav Gruber, Pavol Huňor, Ján Turčan, Albert F. Oberhofer.

⁸⁷ Gabriel Eichler sa narodil na Slovensku a po roku 1968 emigroval do USA. Vyštudoval na univerzitách v Chicagu a Toronte. Pätnásť rokov pôsobil v Bank of America ako hlavný medzinárodný ekonóm, served as the bank's first vice-chairman for the Central European office in 1994. V roku 1991 sa vrátil do ČSFR, kde pôsobil v medzinárodných výboroch pre reštrukturalizáciu poľskej, rumunskej a juhoslovenskej ekonomiky. Od roku 1994 bol podpredsedom predstavenstva ČEZ, kde dva roky pôsobil aj ako hlavný ekonóm.

2. Uskutočniť organizačnú reštrukturalizáciu podniku, ktorá spočívala v zameraní sa na jadro podnikania, tj. hutnícke aktivity podniku a odpredaji aktív nesúvisiacich s hutníctvom.
3. Reštrukturalizovať dlhy spoločnosti.⁸⁸
4. Zhodnotiť a prípadne dohodnúť možný vstup strategického investora.

PRIORITA: PREŽIŤ

Nový manažment uspel v udržiavaní podniku pri živote, a to napriek tomu, že na svetových trhoch pretrvávali nepriaznivé podmienky, metalurgia bola v hlbokej depresii a ceny klesali až do polovice roku 1999. Ozdravné opatrenia viedli k prekvapivým výsledkom – k značnej redukcii nákladov a k nárastu odbytu, inkasa a hotovostných príjmov. Došlo k zvýšeniu výroby až na úroveň plného využitia kapacít podniku.

Počas prvého roku krízového manažmentu podniku sa novému vedeniu podarilo výrazne zlepšiť hospodársku situáciu podniku a vysoko zhodnotiť majetok spoločnosti oproti stavu z počiatkovej krízovej situácie, keď zostatková hodnota pre akcionárov bola takmer nulová.

ORGANIZAČNÁ REŠTRUKTURALIZÁCIA

Pôvodný holdingový model spoločnosti, prevzatý od predchádzajúceho vedenia podniku, bol zmenený.⁸⁹ K 1.1.1999 holding zastrešoval 130 navzájom prepojených spoločností a desiatky majetkových aktív. Takáto štruktúra vytvárala priestor pre sledovanie vlastných záujmov na všetkých úrovniach podniku.⁹⁰ Na začiatku reštrukturalizácie sa aktivity spoločností rozdeľovali do deviatich skupín:

1. samotná materská spoločnosť, ktorá vlastnila podstatnú časť hmotných a nehmotných aktív a tiež podielov v spoločnostiach VSŽ Group. Materská spoločnosť tiež realizovala podstatnú časť vonkajších nákupov a predajov;
2. spoločnosti zaoberajúce sa výrobou a predajom oceliarskych výrobkov;
3. spoločnosti ďalej zhodnocujúce (spracujúce) metalurgické výrobky;
4. dodávateľské spoločnosti a spoločnosti poskytujúce služby;

⁸⁸ Reštrukturalizácia dlhov zahŕňala dlhy voči bankám (cca 20 mld. Sk), daňové záväzky voči vláde (cca 4 mld. Sk) a voči obchodným veriteľom (cca 3 mld. Sk)

⁸⁹ Na začiatku roku 1999 sa podnik zmenil svoj názov VSŽ Holding, a.s. - vrátil k svojmu pôvodnému názvu VSŽ, a.s.

⁹⁰ Zdroj: Rozhovor s Gabrielom Eichlerom, marec 2003

5. spoločnosti zameriavajúce sa na iné ako metalurgické aktivity;
6. finančné investície;
7. nadácie a asociácie;
8. nehnuteľnosti;
9. spoločnosti v likvidácii alebo pred ňou.

Nový manažment začal okamžite presadzovať novú stratégiu založenú na konsolidácii aktivít podniku. Cieľmi nového modelu boli:

- Reštrukturalizácia jadra podnikania – metalurgických aktivít, s cieľom zvýšiť efektivitu, minimalizovať náklady a maximalizovať krátkodobe finančné toky a dlhodobý zisk.
- Predaj aktív nesúvisiacich s hutníctvom s cieľom zabezpečiť zvýšenie objemu hotovosti a umožniť vedeniu sústreďovať financie, manažérsky čas a talent na jadro podnikania.

Podnik začal odpredávať nehnuteľné aktivity už v roku 1999, v priebehu ktorého sa podarilo odpredať 30 nehnuteľných aktivít.

Medzi jednotlivými podnikmi v holdingu existovala zložitá štruktúra vzájomných vzťahov, ktorá spôsobovala komplikácie pri riešení krízovej situácie. Mnohé spoločnosti patriace do skupiny VSŽ Holding, podnikali na nehnuteľnostiach a zariadeniach prenajatých od materskej spoločnosti. Z toho plynuli komplikované vzťahy upravené nájomnými a podnájomnými zmluvami. Veľké množstvo ďalších zmlúv si vyžadovali dodávateľsko-odberateľské vzťahy v rámci holdingu:

„Vo VSŽ Košice bolo vlastne 130 samostatných spoločností so sieťou exkluzívnych zmlúv – na dodávku surovín, na predaj jednotlivých výrobkov, na prepravu, na všetko. Nemohli sme len tak zrušiť všetky tieto dohody. Nejaký čas to trvá.“⁹¹

Navyše v rámci holdingu boli vytvorené mechanizmy, ktoré spomaľovali proces reštrukturalizácie podniku a zabraňovali jeho efektívnemu riadeniu. Priame príkazy medzi jednotlivými dcérskymi spoločnosťami neboli možné. V prípade, že nové vedenie podniku chcelo v rámci reštrukturalizácie zasiahnuť do fungovania dcérskych spoločností, muselo postupovať prostredníctvom predstavenstva a dozornej rady podniku. Často sa stávalo, že manažéri na čele dcérskych spoločností neboli naklonení novému vedeniu matky. Aby sa teda mohli uskutočniť potrebné reformy, bolo vždy potrebné zvolať valné zhromaždenie dcérskej spoločnosti, odvolať pôvodné predstavenstvo a dozornú radu a vymenovať nové orgány, ktoré

⁹¹ Zdroj: Rozhovor s Gabrielom Eichlerom, október 2001

by bolo reformným krokom naklonené. To však obvykle trvalo pomerne dlhú dobu a spomaľovalo proces reštrukturalizácie podniku.

V rámci reštrukturalizácie hutníckych aktivít sa postupne podarilo konsolidovať a transformovať rozhodujúce firmy na oddelenia spoločností VSŽ, a.s. a VSŽ Oceľ, s.r.o. Tým sa podarilo nadobudnúť manažérsku kontrolu nad hutníckymi aktivitami podniku. Došlo i k zmenám právnych foriem podnikania niektorých podnikov a zmenám organizácie a riadenia podniku. Súčasťou reštrukturalizácie bola totiž i tzv. “manažérska reštrukturalizácia”, ktorej cieľom bolo postupné zjednodušovanie a zefektívňovanie organizácie skupiny hutníckych podnikov.

Popri organizačnej reštrukturalizácii podniku sa musel nový manažment podniku vysporiadať so špecifickou podnikovou kultúrou, ktorá bola vo VSŽ rozšírená.⁹² Podľa slov Gabriela Eichlera podniková kultúra nebola založená na zvelebovaní podniku, ale na tom, že zamestnanci na všetkých úrovniach hierarchie podniku hľadali rôzne zdroje vedľajších príjmov. Významným zdrojom vedľajších príjmov boli napríklad dodávateľské kontrakty, uzatváranie ktorých bolo v mnohých prípadoch spojené s uplatením zamestnancov VSŽ.⁹³ Vzťahy s odberateľmi mali často charakter rozdávania namiesto predaja, mnohí odberatelia podniku vôbec neplatili. Všetci mali podľa slov Gabriela Eichlera z tohto stavu prospech. V podniku bol navyše rozšírený názor, že je potrebné udržať si zákazníkov i v prípade, že nesplácajú svoje záväzky. Tento stav bol však neudržateľný z hľadiska prežitia podniku. Nový manažment teda musel pristúpiť i k zrušeniu exkluzívnych dohôd⁹⁴.

Jedným z faktorov, ktoré prispievali k prežívaniu a rozmachu pokrivených motivácií zamestnancov podniku, bola práve holdingová štruktúra podniku. Hoci podľa slov Gabriela Eichlera je tento typ organizačnej štruktúry podniku v oceliarstve rozšírený, v prípade VSŽ sa holdingová štruktúra rozrástla až do takých rozmerov, že nebolo možné podnik efektívne riadiť.

Po príchode nového manažmentu do podniku na pokraji bankrotu bolo teda jasné, že organizačná štruktúra je nevyhovujúca. Veľkosť holdingu a vzájomné vzťahy medzi jednotlivými podnikmi nedovoľovali podnik efektívne riadiť, mechanizmy corporate governance neplnili svoju úlohu, pretože nebolo možné ustrážiť chod podniku a zamestnanci

⁹² Zdroj: Rozhovor s Gabrielom Eichlerom, marec 2003

⁹³ Zdroj: „U.S.Steel – malá bilancia po troch rokoch“, Hospodárske noviny, 12.9.2001

⁹⁴ Z príhovoru Gabriela Eichlera na 5th John T. Garrity Conference, 9.11.2001, Praha

na všetkých úrovniach často konali vo svojom vlastnom záujme na úkor podniku. Ak však mal podnik prežiť, bolo potrebné pristúpiť k razantným zmenám.

FINANČNÁ SITUÁCIA

Rozhodujúcim krokom z hľadiska prevádzkového kapitálu bola konsolidácia peňažných tokov skupiny VSŽ a zabezpečenie financovania kľúčových činností podniku. To umožňovali dohody s dodávateľmi o postupnom splácaní polehrotných záväzkov, tým pádom mohol byť prevádzkový kapitál využitý na zvyšovanie objemov výroby. V skupine VSŽ boli zavedené opatrenia na zvyšovanie finančnej disciplíny, došlo i k prehodnoteniu mnohých nevýhodných exkluzívnych dodávateľských a odberateľských zmlúv, čím sa výrazne znížila nákladovosť a skrátila sa priemerná doba splatnosti pohľadávok.

Popri konsolidácii peňažných tokov bolo potrebné vyriešiť i dlhodobé financovanie kľúčových aktivít a reštrukturalizovať dlhy podniku. Reštrukturalizácia dlhov podniku zahŕňala tri oblasti:

1. reštrukturalizácia dlhov s bankami (cca 20 mld. Sk);
2. dohodnutie podmienok s vládou na vyrovnanie daňových záväzkov (cca 4 mld. Sk);
3. dohodnutie podmienok s obchodnými veriteľmi na vyrovnanie záväzkov voči nim (cca 3 mld. Sk).

V marci 1999 bol medzi VSŽ, a.s. a Koordinačnou komisiou podpísaný prvý návrh tzv. “Standstill Agreement” na 2+1+1 mesiacov. Táto mnohostranná dohoda znamenala možnosť získať finančné zdroje vo výške 50 mil. USD, banky sa zaviazali, že v období trvania “Standstill Agreement” neuplatnia svoje právo na “cross default”, nebudú požadovať žiadne splátky dlhov ani platby úrokov. Koordinačná komisia na druhej strane požadovala od manažmentu prezentáciu 5-ročného podnikateľského plánu, plánu reštrukturalizácie portfólia dlhov a plánu procesu rokovaní o vstupe zahraničného investora. Podnik musel navyše predkladať mesačné správy o finančnej situácii, pričom dôraz bol kladený na vývoj cash flow a predpovede vývoja na nasledujúce tri mesiace.

Manažment VSŽ ďalej súhlasil s daňovou kontrolou zo strany štátu, aby bol zistený skutočný obraz zadĺženia podniku. Daňové záväzky zistené kontrolou sa blížili k 4 mld. Sk. Následne sa k podpisu “Standstill Agreement” pridal i štát zo svojej pozície najväčšieho veriteľa.

V novembri roku 1999 podnik obnovil platby úrokov veriteľom. Po 12 mesiacoch tak obnovil splácanie úrokov z úverov. Hoci podnik bol na konci roku 1999 ešte stále v červených číslach (strata 6,5 mld. Sk), zlepšovanie jeho pozície bolo evidentné z mnohých ukazovateľov, napríklad pridaná hodnota dosiahla 12,5 mld. Sk, v porovnaní s rokom 1998 tak vzrástla o 227 mil. Sk. Ďalšie prostriedky v objeme 690 mil. Sk získal podnik z predaja nehnuteľných aktivít. Na konci roku 1999 bol podnik VSŽ hospodársky stabilizovanou firmou.

Rok 2000 patrí v dôsledku príprav na vstup zahraničného investora medzi najkomplikovanejšie v histórii VSŽ, a to z hľadiska finančného, účtovného i daňového.

Nadalej pretrvávali pozitívne trendy započaté v minulých rokoch, čo sa prejavilo v ďalšom zlepšovaní ekonomických ukazovateľov. Inkaso platieb od zákazníkov stabilne rástlo v období reštrukturalizácie z počiatočnej úrovne 1,5 mld. Sk až na úroveň 4 mld. Sk v marci 2000. VSŽ mohlo následne do konca marca 2000 splatiť svoje úrokové záväzky a v júni 2000 podnik začal splácať úroky priebežne.

Celý proces finančného ozdravovania bol úspešný vďaka znovunadobudnutej dôvere zo strany bánk a štátu.

ZAHRANIČNÍ INVESTORI

Pre podnik bolo kľúčové nájsť strategického investora, a to hneď z niekoľkých dôvodov:

1. Podnik potreboval reštrukturalizovať dlhy dosahujúce 20 mld. Sk.
2. Metalurgia je priemysel typický tvrdou konkurenciou na svetových trhoch. Nájsť strategického partnera teda bolo dôležité i z hľadiska ziskovosti a konkurencieschopnosti podniku na svetových trhoch.
3. Odberatelia v čoraz väčšej miere vyžadovali od dodávateľov schopnosť dodávať výrobky spoľahlivo, v požadovanej kvalite a za nízke ceny po celom svete – v podstate globalizáciu metalurgie. Ak si VSŽ chceli udržať konkurencieschopnosť a chceli byť nadalej schopní vyhovieť svojim zákazníkom, potrebovali rozširovať svoje aktivity a jednou z možností bol práve strategický investor.

Manažment, ktorý riadil podnik až do októbra roku 1998 si vstup zahraničného investora nepripúšťal.⁹⁵ Nový manažment podniku na čele s p. Eichlerom síce zvažoval možnosť konsolidovať podnik vlastnými silami, táto alternatíva však prichádzala do úvahy až

⁹⁵ Zdroj: Rozhovor s p. Eichlerom, marec 2003

v prípade, že by ponuky záujemcov nevyhovovali skupinám zainteresovaných vo VSŽ. Vstup zahraničného investora sa ukazoval ako optimálne riešenie situácie v podniku.

Na jar roku 1999 začal podnik prvý raz vážne uvažovať o vstupe zahraničného strategického investora. Nájsť strategického partnera však bolo problematické, bol to podnik na pokraji bankrotu a navyše, ako sa vyjadril pán Eichler, problémom bolo vôbec zistiť, od koho by zahraničný investor akcie podniku odkupoval.⁹⁶ Nakoniec sa o vstup do podniku prejavilo záujem päť kandidátov, najsilnejší z nich boli U.S.Steel a indická ISPAT Group.

OCEĽOVÝ GIGANT ÚTOČÍ

Od začiatku procesu výberu budúceho strategického investora bol najpravdepodobnejším kandidátom U.S.Steel. Spolupráca medzi VSŽ a U.S.Steel už existovala – už v roku 1998 podniky spoločne založili v Košiciach joint venture VSŽ U.S.Steel, s.r.o., ktorá zároveň predstavovala pre U.S.Steel možnosť oboznámiť sa s prostredím vo VSŽ. Zástupcovia U.S.Steel⁹⁷ boli dokonca na konci roku 1998 menovaní do nového predstavenstva VSŽ, a.s.

Manažérom pre predaj akcií spoločnosti VSŽ strategickému investorovi sa v auguste 1999 stala Deutsche Bank. V spolupráci s manažmentom VSŽ boli vypracované tri alternatívne stratégie ďalšieho postupu pri vstupe: náplňou prvej bolo pokračovať v rokovaní s U.S.Steel, druhá spočívala v prilákaní ďalších investorov a zhodnotení ich ponúk. V prípade, že by ani jedna z týchto dvoch alternatív neuspokojovala akcionárov zamestnancov, finančných inštitúcií, či štátu, situácia podniku sa mala riešiť bez vstupu strategického investora, za pomoci týchto účastníkov.

Krátko na to Vláda SR odmietla prvú ponuku U.S.Steel. Dôvodom bola nízka cena a nízky plánovaný objem investícií.⁹⁸ U.S.Steel napriek tomu predložili novú ponuku. Tentokrát boli úspešnejší, hoci stanovenie konečných podmienok bolo sprevádzané mnohými rokovaniami s Deutsche bank o metodológii stanovovania ceny.

⁹⁶ Z príhovoru Gabriela Eichlera na 5th John T. Garrity Conference, 9.11.2001, Praha

⁹⁷ Respektíve spoločností zo skupiny USX Corporations.

⁹⁸ Pôvodne to malo byť 220 mil. USD.

MEMORANDUM O POROZUMENÍ

Dňa 24.3.2000 bolo podpísané Memorandum o porozumení, ktoré malo byť základom ďalších aktivít U.S.Steel vo VSŽ a na základe neho mali obe strany dokončiť transakciu.

Na realizáciu celej transakcie bol ešte potrebný súhlas akcionárov VSŽ a predstavenstva USX Corporations, a ďalej dokončenie due diligence zo strany U.S.Steel. Predstavenstvo U.S.Steel zakrátko odsúhlasilo odkup akcií VSŽ za stanovených podmienok a VSŽ zvolali na 25.5.2000 mimoriadne valné zhromaždenie.

Medzičasom však vznikli problémy s odborárskou spoločnosťou Hutník, a.s., ktorá vlastnila 10% akcií VSŽ. Táto spoločnosť nesúhlasila s ponúkanou cenou za VSŽ. Považovala ju za neakceptovateľnú a nerešpektujúcu skutočnú hodnotu podniku VSŽ a jeho perspektívy na trhu. Napriek tomu mimoriadne valné zhromaždenie odsúhlasilo Memorandum o porozumení a prijalo jeho podmienky⁹⁹. Konečne tak mohlo dôjsť k uskutočneniu prvých krokov.

KONEČNÁ ZMLUVA

O niekoľko dní bola založená nová spoločnosť Steel Košice, s.r.o. Jej zakladateľmi boli VSŽ a VSŽ Oceľ¹⁰⁰. Majetok spoločnosti pozostával z časti hmotných a nehmotných aktív VSŽ a celej spoločnosti VSŽ Oceľ, v ktorej sa už predtým koncentrovali všetky jadrové podnikateľské aktivity VSŽ. Predpokladalo sa, že dodávateľské a odberateľské vzťahy budú postupne presunuté do novej spoločnosti, po určité obdobie však budú nákup a predaj realizovať tak Steel Košice, ako aj VSŽ.

Dňa 29.9.2000 podpísali zástupcovia VSŽ (Gabriel Eichler), U.S.Steel (Paul J. Wilhelm) a veriteľských bánk (Michael Clarke) Koordinačnú dohodu a zástupcovia VSŽ, U.S.Steel a slovenskej vlády (Mikuláš Dzurinda) podpísali tzv. vládnu dohodu. Koordinačná dohoda sa skladala z približne 40 čiastkových, vzájomne prepojených dohôd a zahŕňala okrem iného i úverov prísľub na 10-ročný úver v objeme až 325 mil. USD, ktorý mal byť poskytnutý konzorciom veriteľských bánk. Vládna zmluva obsahovala odpustenie pokuty uvalenej vládou za daňové nedoplatky. Hodnota predaného majetku dosahovala 23,138 mld. Sk, z čoho

⁹⁹ Na mimoriadnom valnom zhromaždení sa zúčastnilo 83,25% akcionárov, z nich 84,18%, 0,11% bolo proti a 15,7% sa hlasovania nezúčastnilo.

¹⁰⁰ Jedna z dcérskych spoločností VSŽ, a.s.

20,96 mld. Sk bola hodnota majetku v Steel Košice a 2,17 mld. Sk bola hodnota podielu v joint venture VSŽ U.S.Steel.

U.S.Steel sa v zmluvách zaviazali:

- splatiť dlhy spoločnosti VSŽ v objeme 325 mil. USD, ktoré boli prevedené do spoločnosti Steel Košice
 - splatiť náklady spojené s transakciou v objeme 20,5 mil. USD
 - zaplatiť akcionárom VSŽ 25 – 75 mil. USD vo forme akcií, pričom konečná suma mala byť ešte upravená v závislosti na výkonnosti podniku)
 - zaplatiť 60 mil. USD
 - do 60 dní od uskutočnenia transakcie zaplatiť 15 mil. USD, čo boli nesplatené dane VSŽ
 - investovať 700 mil. USD v rozmedzí nasledujúcich 10 rokov
- + ďalšie podmienky stanovené v Memorande o porozumení týkajúce sa zamestnanosti a ekológie

Akcionári VSŽ jednohlasne odsúhlasili zmluvy na mimoriadnom valnom zhromaždení, ktoré sa uskutočnilo v októbri 2000.¹⁰¹ Posledným krokom, ktorý bolo treba podstúpiť na zavŕšenie akvizície bol súhlas Úradu pre ochranu hospodárskej súťaže, ktorý bol udelený v novembri 2000. U.S.Steel začali uplatňovať svoje akcionárske práva 24.11.2000.

K uzavretiu týchto dohôd a úspešnému zakončeniu transakcie do veľkej miery prispela osobnosť Gabriela Eichlera, ktorý predstavoval pre zúčastnené strany záruku a dôveru. Spolu s novým manažmentom vytvoril prostredie, v ktorom existovala viera v prežitie podniku a dokázal uskutočniť kroky, ktoré podnik zachránili. Dokázal motivovať ľudí a našiel zahraničného investora, ktorý bol nutnou podmienkou pre ďalšie fungovanie podniku.

¹⁰¹ Zdroj: Informácia pre tlač zo dňa 12.10.2000, www.vsz.sk/press/rel/index-s.htm

4.6.2 PO ROZDELENÍ

VÝCHODOSLOVENSKÉ ŽELEZIARNE, A.S.

Po odpredaji hutníckych aktivít sa zostávajúca časť podniku transformovala na finančný holding¹⁰². V jej portfóliu je 18 spoločností, v ktorých má materská spoločnosť viac ako 50%-ný podiel¹⁰³. Tieto podniky možno rozdeliť do štyroch skupín:

1. spoločnosti zhodnocujúce hutnícke výrobky¹⁰⁴
2. spoločnosti zabezpečujúce hutnícku výrobu¹⁰⁵
3. firmy vyrábajúce stroje a zariadenia¹⁰⁶
4. spoločnosti poskytujúce služby¹⁰⁷

Okrem podnikov, v ktorých má VSŽ nadpolovičný podiel akcií, vlastní i minoritné podiely v iných spoločnostiach, ďalej v spoločnostiach, ktoré sú v konkurze či likvidácii.

Materská spoločnosť vlastní hmotný investičný majetok, ktorý prenajíma dcérskym spoločnostiam. VSŽ, a.s. ďalej čerpá výnosy vo forme dividend alebo z odpredajov zo svojho portfólia. Začala rozpredávať aj nepotrebný majetok, ďalšie inkaso jej plynie z veľkého bloku starých pohľadávok pochádzajúcich ešte pred novembrom 2000, ktoré zdedila po transakcii.¹⁰⁸ Aktíva spoločnosti sú na úrovni 28 miliárd Sk, hmotný investičný majetok má hodnotu 15 miliárd, finančný majetok viac ako 3 miliardy Sk. V kapitálových fondoch je 10,5 miliardy Sk, pričom VSŽ nezaťažujú nijaké úvery. Podnik má dostatok zdrojov na ďalšie investície.¹⁰⁹

V samotnom VSŽ, a.s. pracovalo k 1.1.2001 40 zamestnancov, v spoločnostiach, v ktorých má VSŽ viac ako 50%-ný podiel pracuje spolu asi 6 800 ľudí.

¹⁰² Akcionárska štruktúra: U.S.Steel 24,5%, Transpetrol 21,24%, FNM 16,46%, Bank Austria AG 10,3%, celkovo má VSŽ asi 80 tisíc akcionárov. Zdroj: „U.S.Steel považuje postup vlády pri prodeji akcií VSŽ za 'nefér'", ČTK, 8.1.2002

¹⁰³ Zdroj: „Manažment pracuje pod tlakom“, Hospodársky denník, 2.1.2002

¹⁰⁴ Do tejto skupiny patria podniky VSŽ Inžiniering, s.r.o. Košice, VSŽ Kovostroj, s.r.o. Dobšiná, Frin, a.s. Medzilaborce

¹⁰⁵ Do tejto skupiny patria Obal-Servis, a.s., Stylkov, a.s. a Variakov, a.s.

¹⁰⁶ Medzi tieto firmy patria napríklad VSŽ Strojlab, a.s., VSŽ Unicorn Tomáša, s.r.o.

¹⁰⁷ Medzi tieto spoločnosti patria napríklad Gastrometal, a.s., VSŽ Ferrotour, a.s. a VSŽ Nemocnica, a.s.

¹⁰⁸ Zdroj: „Manažment pracuje pod tlakom“, Hospodársky denník, 2.1.2002

¹⁰⁹ Zdroj: „Koniec Eichlerovej etapy vo VSŽ, Pravda“, 25.1.2001

CORPORATE GOVERNANCE VO VSŽ, A.S.

Po odpredaji hutníckych aktív z podniku VSŽ hľadal nový manažment nové spôsoby, ako podnik efektívne a racionálne riadiť. Postupne vyšlo najavo, že nehutníckym spoločnostiam sa pri prevádzke kolosu nevenovala zvláštna pozornosť, údajne hospodárili podľa toho, „čo život priniesol“. Ich manažéri neboli zvyknutí na tlak, preto nový manažment materskej spoločnosti začal v záujme zvyšovania jej hodnoty do tohto stavu zasahovať. Prijal napríklad zásady výkonu akcionárskych práv a výkonu práv vlastníka voči týmto spoločnostiam, čím dal jasne najavo, že má záujem zasahovať do diania spoločností.

VSŽ funguje podľa prezidenta Antona Bidovského ako „dvojcestný holding“, čo spočíva v tom, že materská spoločnosť je jednak majiteľom obchodných podielov v dcérskych spoločnostiach, a ďalej je majiteľom hmotného investičného majetku, ktorý dcéram prenajíma¹¹⁰.

V rámci holdingu bol vybudovaný i útvar vnútorného auditu, ktorému sa podarilo zistiť niekoľko závažných nedostatkov v transparentnosti výberových konaní, ďalej zvýhodňovanie zákazníkov, uzatváranie dohôd o pracovnej činnosti duplicitne pokrývajúcych práce, ktoré mali byť vykonávané zamestnancami¹¹¹. Pomocou neho pracuje vedenie VSŽ na ďalšom zdokonaľovaní systému riadenia spoločností v skupine¹¹².

Zdá sa teda, že manažment podniku nadviazal v oblasti organizačnej reštrukturalizácie na predchádzajúci manažment podniku. Zavádza postupne také mechanizmy, ktoré umožňujú čo najefektívnejšiu správu podniku, snaží sa nájsť nedostatky vo fungovaní podniku a odstraňovať ich.

TRANSAKCIE S AKCIAMI VSŽ, A.S.

Medzi U.S.Steel Košice a VSŽ, a.s. existovali nadštandardné vzťahy, najmä kvôli vzájomnej spolupráci zachovanej z obdobia pred rozdelením podniku. Vzájomná spolupráca tvorí až 60% aktivít skupiny VSŽ. Navyše prezident U.S.Steel Košice, John H. Goodish, bol členom dozornej rady VSŽ a osobne sa angažoval vo vývoji podniku VSŽ.

¹¹⁰ Zdroj: „Manažment pracuje pod tlakom“, Hospodársky denník, 2.1.2002

¹¹¹ Zdroj: „Manažment pracuje pod tlakom“, Hospodársky denník, 2.1.2002

¹¹² Zdroj: „VSŽ oznámili zásadnú reštrukturalizáciu“, Hospodárske noviny, 30.11.2001

U.S.Steel prakticky od začiatku deklarovala svoj záujem odkúpiť akcie VSŽ, ktoré boli pod kontrolou štátu¹¹³. Na základe hĺbkovej kontroly ponúkli 300 Sk za akciu, čo po vyplatení 170-korunovej dividendy na akciu znamenalo cenu 130 korún na akciu. Vláda však túto čiastku označila za neprijateľne nízku¹¹⁴ a za akciu požadovala až 731 Sk. Záujem o kúpu akcií VSŽ prejavili aj ďalšie skupiny, medzi nimi napríklad samotné VSŽ, a.s.

Transakcia s akciami VSŽ, ktoré vlastnil Transpetrol, sa nakoniec uskutočnila za pomerne podozrivých skutočností, v prospech jedného z pôvodných záujemcov. Obchod prebehol na burze krátko pred ukončením posledného obchodného dňa roku 2001 bez toho, aby o tom boli oboznámení ostatní záujemcovia, za cenu 160 Sk za akciu. Navyše existuje podozrenie, že v období pred uskutočnením predaja akcií z rúk Transpetrolu došlo k manipulácii s akciami VSŽ, ktorá spôsobila značné výkyvy v ich cenovom vývoji napriek tomu, že vo VSŽ sa nestalo nič, čo by mohlo viesť k takým výkyvom.¹¹⁵

Manažment U.S.Steel spochybnil regulárnosť a transparentnosť celej transakcie. Podobne sa k celej záležitosti vyjadroval i manažment VSŽ, ktorý dal podnet na zastavenie obchodovania, resp. zrušenie obchodov s akciami VSŽ a ďalej podnet na Úrad pre finančný trh na začatie konania s cieľom preveriť možné špekulatívne transakcie s akciami VSŽ¹¹⁶.

Navyše po tom, čo bolo predaných vyše 21,24% akcií spod jeho kontroly, prestal štát garantovať sľuby voči U.S.Steel, ktoré sa týkali predovšetkým toho, že nebude napadnutý predaj hutníckej časti VSŽ koncernu U.S.Steel, že noví akcionári nerozhodnú o rozpredaji VSŽ a následne o ich likvidácii, či o tom, že VSŽ nedospeje do štádia konkurzu v priebehu troch rokov po transakcii¹¹⁷.

V októbri roku 2002 spoločnosť U.S.Steel Košice potvrdila, že USSAC, stopercentná dcérska spoločnosť United States Steel Corporation, prijala ponuku Penta Group týkajúcu sa odkúpenia 24,5 % akcií VSŽ, a.s. vo vlastníctve USSAC.¹¹⁸

¹¹³ Štát mal pod kontrolou cca 51% akcií VSŽ, 21,24% vlastnil Transpetrol, ktorý bol pod kontrolou štátu, ďalších 16,46% sa nachádzalo vo FNM, 10,83% akcií vlastnených niektorých štátnym subjektom bolo v depozite Bank Austria AG; Zdroj: „VSŽ pod lupou“, denník Pravda, 18.4.2001

¹¹⁴ Zdroj: „Američania narazili na slovenskú realitu“, Pravda, 9.1.2002

¹¹⁵ Akcie VSŽ sa v októbri 2001 obchodovali po 400 Sk, v novembri klesla ich cena na 250 Sk, začiatkom decembra na 100 Sk, potom opäť stúpila na 200 Sk, ale krátko pred Vianocami klesla na 101 Sk. Zdroj: „Akcie VSŽ získal Istrokapitál“, , 5.1.2002

¹¹⁶ Zdroj: „Akcie VSŽ získal Istrokapitál“, Pravda, 5.1.2002

¹¹⁷ Zdroj: „Štát už negarantuje sľuby voči U.S.Steel, Pravda, 9.1.2002

¹¹⁸ Zdroj: „U. S. Steel Košice informuje o predaji VSŽ akcií“, <http://www.usske.sk/media/rel/0210093s.htm>

Zdá sa, že v tomto prípade narazili americkí investori na slovenskú realitu. Fungovanie kapitálového trhu ešte stále nie je dostatočne transparentné, vždy sa ešte objavia rôzne špekulácie a podozrivé obchody, často bez toho, aby osoby zodpovedné za takéto transakcie boli za to sankcionované.

U.S.STEEL KOŠICE

U.S.Steel Košice, s.r.o. sa stal po akvizícii súčasťou korporácie United States Steel Corporation¹¹⁹. V podniku pracuje asi 16 000 zamestnancov a podnik predstavuje približne 25% výrobnú kapacitu ocele korporácie United States Steel Corporation. U.S.Steel Košice, s.r.o. je najväčším výrobcou plochých valcovaných výrobkov v strednej Európe a jeho kľúčovými trhmi podniku sú trhy Európskej únie a EFTA (41%) a CEFTA (42%).

V rámci korporácie United States Steel Corporation patrí U.S.Steel Košice k najúspešnejším pobočkám. V roku 2001, v prvom roku svojho fungovania, ohlásil podnik prevádzkový zisk 123 mil. USD, pričom korporácia ako celok vykazovala stratu. Vďaka reštrukturalizácii a presadzovaniu transparentného podnikania dosiahol podnik v roku 2001 úspory nákladov viac ako 20 USD na vyrobenú tonu a vďaka zlepšeniu výrobných procesov, plnú kapacitu výroby, 4,5 miliónov metrických ton ročne. Obdobná situácia nastala v roku 2002, keď U.S.Steel Košice vykázali prevádzkový zisk 110 mil. USD.

CORPORATE GOVERNANCE V U.S.STEEL KOŠICE, S.R.O.

Americkí investori po svojom príchode pokračovali v zmenách podnikovej kultúry započatých Gabrielom Eichlerom. Z materskej spoločnosti si priniesli napr. etický kódex, dodržiavanie ktorého striktne vyžadujú od všetkých zamestnancov¹²⁰. V praxi to vyzerá tak, že v podniku prebiehajú hĺbkové vnútorné kontroly a v prípade zistenia nesúladu správania sa zamestnancov s kódexom alebo nezrovnalostí manažment podniku prijíma opatrenia na nápravu.

V podniku sa tak podarilo odhaliť nezrovnalosti pri čerpaní pohonných hmôt, následkom čoho bolo prepustených 18 zamestnancov, ktorí čerpanie pohonných hmôt dlhodobo zneužívali

¹¹⁹ Spojením s U.S.Steel Košice sa United States Steel Corporation stala deviatym najväčším výrobcou ocele na svete

¹²⁰ Zdroj: "Zamestnanci U.S.Steel Košice s Kódexom etického správania", www.usske.sk, 12.3.2001

a ďalší dvaja boli vyšetrovaní. Podobná situácia nastala v prípade hĺbkového auditu nakladania so šrotom.

Okrem toho sa predstavitelia U.S.Steel sa zaviazali bojovať s korupciou. Ako sa postupne oboznamovali s prostredím v podniku, nachádzali čoraz viac prípadov korupcie, ktorou bola VSŽ známa už i predtým a ktorá odradila niektorých investorov od spolupráce s VSŽ¹²¹. Situácia sa vyhrotila až do tej miery, že podnik bol nútený ukončiť spoluprácu s jedným obchodníkom a prepustiť štyroch zamestnancov. Následne sa predstavitelia U.S.Steel Košice stretli so svojimi dodávateľmi a oboznámili ich s požiadavkou na dodržiavanie etického kódexu podniku. Oznamili dodávateľom, že v prípade, že sa budú pokúšať získať kontrakt s U.S.Steel Košice províziami, úplatkami, či platbami v akejkoľvek forme, podnik bude nútený zrušiť s týmto dodávateľom zmluvu a zakázať akúkoľvek ďalšiu spoluprácu s ním. Manažéri U.S.Steel Košice dokonca presne špecifikovali podmienku: dodávateľ nesmie zamestnancom U.S.Steel Košice ponúknuť bez vedomia podniku akýkoľvek dar nad 2000 Sk alebo pohostenie nad 3000 Sk.¹²² Mnohí dodávatelia po vyhlásení VSŽ o boji proti korupcii ocenili transparentnú obchodnú politiku odberateľa.

V záujme zlepšovať každodenné praktiky v kvalite, vo výrobe, ale aj v ďalších aspektoch, pozývali na krátkodobé stáže pracovníkov zo Spojených štátov a košických zamestnancov posielali do USA.

Z amerického prostredia mali manažéri iné skúsenosti s efektívnosťou a organizáciou práce¹²³. Podľa ich kritérií existovala v podniku prezamestnanosť, v administratíve sa dokonca blížila až k úrovni 50 percent. Keďže investori sa pri vstupe do podniku zaviazali neprepúšťať pracovnú silu, vytvorili pre zamestnancov, ktorí by v dôsledku zefektívňovania výroby prišli o pracovné miesto, podmienky na preškoľovanie a rekvalifikáciu v rámci nových výrobných prevádzok¹²⁴.

Americkí manažéri začali po svojom vstupe presadzovať praktiky a postupy, ktoré mali zaužívané zo svojho domovského prostredia. Reštrukturalizácia podniku a presadzovanie transparentného podnikania prispeli k zlepšeniu hospodárenia v podniku a navyše sa postupy presadzované americkými manažérmi rozšírili i medzi dodávateľov a odberateľov U.S.Steel Košice. Zo svojho domáceho prostredia priniesli so sebou jednak určitú podnikateľskú kultúru

¹²¹ Zdroj: „Najrizikovejší projekt v histórii koncernu“, Slovensky Profit, 3.11.2000

¹²² Zdroj: „Šéfové U. S. Steel Košice vŕlčí s korupciou“, Právo, 6.8.2001

¹²³ Zdroj: „U.S. Steel trápi prezamestnanosťou“, Pravda, 27.11.2001

¹²⁴ Zdroj: „U.S. Steel trápi prezamestnanosťou“, Pravda, 27.11.2001

a zaužívané praktiky, ktoré v podniku postupne presadzujú, a ďalej znalosti o tom, ako zorganizovať chod podniku tak, aby fungoval efektívne a aby sa investorom vrátili prostriedky, ktoré do podniku vložili.

VPLYV INVESTÍCIE NA EKONOMIKU SLOVENSKA

U.S.Steel aktívne pomáha i pri prenikaní ďalších priamych zahraničných investícií na Slovensko. Súčasť záväzku vláde bolo založenie Centra pre ekonomický rozvoj, ktorého cieľom je podporovať ekonomický rozvoj regiónu a vytvárať nové pracovné príležitosti prostredníctvom PZI. Celkovo sa Centru podarilo kontaktovať viac ako 280 investorov, zúčastňuje sa a organizuje investičné konferencie, pripravuje semináre a asistuje pri návštevách potenciálnych investorov. Pomohlo etablovaní piatich zahraničných investorov na východnom Slovensku, napr. spoločnosti Harsco Corporation, ktorá svoju výrobnú základňu umiestnila priamo v areáli U.S.Steel Košice¹²⁵.

4.6.3 ZHRNUTIE

Druhá časť prípadovej štúdie podniku je ukážkou toho, ako môže zahraničný kapitál aktívne prispieť k rozvoju corporate governance. VSŽ prežil vďaka svojej veľkosti a bol zverený do rúk skúseného manažéra, ktorý bol do podniku nominovaný zahraničnými bankami.

Z hľadiska corporate governance bola pozícia nového manažmentu v porovnaní s predošlým kvalitatívne úplne odlišná. V období krízového manažmentu v podniku bolo nové vedenie pod drobnohľadom všetkých zúčastnených strán, banky vyžadovali neustálu spoluprácu, pravidelné skladanie účtov o vývoji v podniku, bez ich súhlasu mohol manažment rozhodnúť len o prevádzkových záležitostiach.

Kritická situácia vyžadovala, aby nový manažment začal okamžite s organizačnou reštrukturalizáciou podniku, pretože existujúci stav bol neúnosný. Gabriel Eichler priniesol so sebou do podniku znalosti o fungovaní firiem v trhových ekonomikách a okamžite začal v podniku zavádzať nové spôsoby riadenia a nové praktiky.

Po rozdelení podniku a odpredaji jadrových aktivít zahraničnému investorovi pokračovala reštrukturalizácia v oboch častiach podniku. V U.S.Steel Košice bola reštrukturalizácia ďalej

¹²⁵ Zdroj: „Transakcia U.S.Steel a Harsco Corporation“, Hospodárske noviny, 16.5.2001

prehlbovaná v dôsledku vstupu U.S.Steel, ktorý si so sebou priniesol z materskej spoločnosti znalosti o organizácii podniku a mechanizmoch jeho správy. Začal zavádzať nové opatrenia, ktorými zefektívňoval fungovanie podniku, nekompromisne vyžadoval dodržiavanie určitých pravidiel, svojimi zásadami menil zvyklosti, ktoré boli dovtedy v podniku zaužívané. Zmeny v prístupe k podnikaniu vyžadoval i od dodávateľov podniku. Transparentné podnikanie a reštrukturalizácia sa prejavili hneď v prvom roku znížením výrobných nákladov.

Vo VSŽ, a.s. reštrukturalizácia pokračovala z iniciatívy nového manažmentu, ktorý napriek tomu, že nemal priame skúsenosti s fungovaním podnikov vo vyspelých trhovách ekonomikách, mohol pokračovať po vzore Gabriela Eichlera, mohol sledovať vývoj v U.S.Steel Košice a mal motiváciu pokračovať transparentným spôsobom. PZI mali teda pozitívny vplyv na vývoj najmä neformálnych inštitúcií, predstavovali v podniku impulz k zmenám v zaužívaných spôsoboch a správani sa.

V súvislosti s PZI a ich vplyvom na corporate governance však treba mať na pamäti niektoré ďalšie aspekty. Hoci sa vplyv PZI na vývoj mechanizmov corporate governance neobmedzuje len na cieľové podniky a prostredníctvom dodávateľsko-odberateľských sietí preniká i do širšieho okolia podniku, predsa len je jeho vplyv limitovaný objemom prílivu PZI do ekonomik voči HDP. Problematické momenty môžu nastať i kvôli nesúladu miestnej a zahraničnej legislatívy a nedorozumeniam kvôli rozdielnym kultúrnym zázemiam. Okrem toho, ako ukázali udalosti v posledných rokoch, corporate governance zlyháva i v najvyspelejších trhovách ekonomikách.

5. kapitola

Záver

Zámerom tejto práce bolo na príklade spoločnosti Východoslovenské železiarne, a.s. popísať, ako sa na úrovni podniku vyvíjali a fungovali inštitúcie corporate governance a akú úlohu v celom procese zohrali zahraničné investície.

Na začiatku transformačného procesu došlo k zásadnej zmene formálnych inštitúcií vo veľmi krátkom čase. Vzhľadom na charakter neformálnych inštitúcií, ktoré sa vyvíjajú len postupne, vzniklo obdobie, v ktorom síce boli zavedené formálne inštitúcie trhovej ekonomiky, do istej miery však prežívali neformálne inštitúcie z minulých období. Ako vyplynulo z prípadovej štúdie, táto skutočnosť často predstavovala prekážku pri reštrukturalizácii podniku a jeho efektívnom fungovaní.

Privatizácia mala decentralizovať rozhodovanie na úroveň jednotlivých podnikov, bola prvým krokom k transformácii ekonomiky na mikroekonomickej úrovni. Keďže reštrukturalizáciu podnikov po tom, čo sú prevedené do súkromných rúk, nemožno ďalej ovplyvňovať žiadnymi celoplošnými nariadeniami, úlohou štátu v tomto prípade bolo vytvoriť také podmienky, ktoré by zabezpečili pokračovanie reformného procesu.

Keďže slovenské vlády do roku 1998 sa zameriavali na makroekonomickú stabilizáciu a vytváraníu mikroekonomických základov neprikladali veľkú dôležitosť, na úrovni mnohých podnikov neexistovala dostatočná motivácia pre reštrukturalizáciu, či už výroby alebo organizácie práce v podniku. V situácii, keď systém corporate governance nefungoval dostatočne efektívne, manažment nebol motivovaný podnik viesť tak, aby maximalizoval jeho zisk, respektíve minimalizoval náklady. V prostredí nedokonalého inštitucionálneho a právneho rámca ekonomiky a prežívajúcich mäkkých rozpočtových obmedzení neexistovali dostatočné stimuly na zmenu prežívajúcich neformálnych inštitúcií.

Manažéri sa často uchýľovali k rôznym redistribučným stratégiám, ktoré sa vďaka jednorázovosti a neopakovateľnosti procesu transformácie zdali byť racionálnymi. Jedným zo spôsobov, ktorý mohol čiastočne vyplniť medzery a dopomôcť k vývoju nedostatočne fungujúcej corporate governance na Slovensku bol vstup zahraničného kapitálu do podnikov.

Z prípadovej štúdie vyplynulo, že zahraničný kapitál v podobe úverov od veriteľských bánk nebol dostatočným impulzom pre zlepšenie fungovania podniku. Až do roku 1998 v podniku

v podstate neexistoval žiadny efektívny dohľad, manažment sa uchýľoval k redistribučným stratégiám, naplno sa prejavil problém agentúry medzi manažmentom a veriteľom. Zahraničné banky nedokázali vytvoriť tvrdé rozpočtové obmedzenie podniku. Do istej miery bola táto skutočnosť determinovaná strategickým významom podniku. Banky sa zhostili svojej úlohy až vo chvíli, keď bol podnik na pokraji bankrotu a potom začali robiť razantné opatrenia.

Opačná situácia nastala po príchode priameho zahraničného investora, ktorý so sebou do podniku priniesol okrem kapitálu aj organizačné znalosti a skúsenosti s fungovaním trhových ekonomík. K signifikantnému zlepšeniu situácie došlo vlastne už v momente príchodu manažéra, ktorý mal skúsenosti s fungovaním podniku v prostredí trhových ekonomík a začal v podniku zavádzať nové praktiky. Ním započatú prácu následne prehľbil zahraničný investor, ktorý si so sebou priniesol praktiky z materskej spoločnosti. Podnik, ktorý stál v roku 1998 na pokraji bankrotu, je v súčasnosti najväčším výrobcom ocele v strednej Európe a patrí k najúspešnejším afiliáciám korporácie United States Steel Company.

Z hľadiska samotného podniku PZI teda predstavujú príležitosť prevziať a napodobňovať praktiky, ktoré sa osvedčili vo vyspelých trhových ekonomikách. Dôležitá je i osobná zainteresovanosť investora na fungovaní podniku, ktorá znamená, že investor bude striktne vyžadovať dodržiavanie zásad a aktívne vykonávať svoju úlohu v corporate governance.

K rozvoju inštitúcií v ekonomike môžu PZI prispieť i z pozície dopytu po kvalitnom inštitucionálnom prostredí pre umiestnenie svojej investície. Predstavujú indikátor úrovne reforiem podnikateľského prostredia v ekonomike, nízky objem ich prílivu svedčí o nedostatočnej politickej a ekonomickej stabilite krajiny a o potrebe reforiem v oblasti právnej a inštitucionálnej infraštruktúry. Dôkazom toho je i Slovenská republika, v ktorej do roku 1998 bol príliv zahraničných investícií veľmi nízky, situácia sa však zmenila po výmene vládnej garnitúry, ktorá uskutočnila niekoľko krokov prispievajúcich k zlepšeniu inštitucionálneho a právneho rámca a prispela k vytvoreniu dôveryhodnejšieho a stabilnejšieho ekonomického prostredia.

Prípadová štúdia podniku Východoslovenské železiarne je príkladnou ukážkou toho, že priame zahraničné investície sú jednou z hlavných možností, ako ovplyvniť vývoj inštitúcií tak, aby sa v tranzitívnej ekonomike vytvárali podmienky pre úspešné prispôbenie sa podnikov podmienkam na globálnom trhu.

PRÍLOHA 1: MAJETOK V PRVEJ A DRUHEJ VLNE KUPÓNovej PRIVATIZÁCIE:

Riadok		Počet	Majetok (mil.Sk)	Majetok (%)
Majetok v prvej vlne privatizácie				
A	Podniky určené pre privatizáciu	678	169 097	-
B	Privatizované podniky	1 010	169 097	100
B1	- predajom majetku	330	12 428	7
B2	- bezodplatné prevody	116	2 086	1
B3	- reštitúcie	7	19	0
B4	- vklad majetku do a.s.	557	154 564	-
B41	- vlastné imanie a.s.	-	154 564	-
B411	- základné imanie	-	134 705	-
B4111	- predané štandard. metódami	-	3 419	2
B4112	- predané v kupón. privatizácii	-	79 752	48
B4113	- prídelenie do Rešt. investič. fondu	-	3 797	2
B4114	- naďalej vo vlastníctve FNM	-	47 737	28
B412	- rezervy a iné fondy	-	19 859	12
Majetok v druhej vlne privatizácie				
A	Podniky určené pre privatizáciu	610	136 804	-
B	Privatizované podniky	1 366	136 804	100
B1	- predajom majetku	813	52 226	-
B11	- priamy predaj	645	45 072	33
B12	- verejná súťaž	155	7 140	5
B13	- verejná dražba	13	14	0
B2	- bezodplatné prevody	303	2 822	2
B3	- fyzické vrátenie majetku	16	22	0
B4	- vklad majetku do a.s.	234	81 734	-
B411	- základné imanie a.s.	-	70 933	-
B4111	- predané štandard. metódami	-	36 041	-
B41111	- priamy predaj	-	34 801	25
B41112	- verejná súťaž	-	1 240	1
B4112	- bezodplatný prevod akcií	-	2 414	2
B4113	- prídelenie do Rešt. investič. fondu	-	2 161	2
B4114	- naďalej vo vlastníctve FNM	-	30 317	22

Zdroj: Marcinčin (2000)

PRÍLOHA 2: PRIVATIZÁCIA ZAHRANIČNÝMI INVESTORMI

Rok	Počet predajov	Účtovná hodnota	Kúpna cena
1992	11	1 074 805 000,00	2 395 130 792,00
1993	8	1 131 301 883,00	1 876 136 940,00
1994	3	2 127 041 000,00	2 812 500 000,00
1995	5	521 592 000,00	1 219 707 801,00
1996	2	77 633 000,00	33 706 026,00
1997	0	0	0
1998	1	724 499 000,00	820 000 000,00
Medzisúčet	30	5 656 871 883,00	9 157 181 559,00
1999	0	0	0
2000	1	7 964 445 000,00	25 473 317 141,00
2001	4	15 836 545 000,00	36 337 302 000,00
2002	9	33 956 341 582,00	159 716 141 212,74
Spolu	44	57 757 331 582,64	221 526 760 353,74

Zdroj: Verejný register privatizovaného majetku, Ministerstvo pre správu a privatizáciu národného majetku SR, prepočty autorka

PRAMENE A LITERATÚRA

Literatúra a odborné state:

- Aoki, K.** (1995): „Controlling Insider Control: Issues of Corporate Governance in Transition Economies“ v: *Corporate Governance in Transitional Economies: Insider Control and Role of Banks*, Aoki, M. a Kim H.K. (editori), The World Bank, Washington, D.C.
- Barto, M. – Kmet', T.** (2000): „Bankový sektor v Slovenskej republike“ v: *Hospodárska politika na Slovensku 1990-1999*“, Beblavý, M. a Marcinčin, A. (editori), Slovenská spoločnosť pre zahraničnú politiku, Bratislava
- Berglöf, E.** (1995): „Corporate Governance in Transition Economies: The Theory and Its Policy Implications“ v: *Corporate Governance in Transitional Economies: Insider Control and Role of Banks*, Aoki, M. a Kim H.K. (editori), The World Bank, Washington, D.C.
- Bokros, L.** (2000): *Visegrad Twins' Diverging Path to Relative Prosperity*, www.cnb.cz
- Brada, J.C. – Estrin, S. – Richet, X.** (2000): „A Comparison of Foreign Direct Investments in Bulgaria, the Czech Republic, and Slovenia“ v: *Foreign direct investment in central eastern Europe: case studies of firms in transition*, Brada, J.C., Estrin, S. a Richet, X. (editori); M.E.Sharpe, Inc.
- Brada, J.C. – Singh, I.** (ed., 1999): *Corporate Governance in Central Eastern Europe: case studies of firms in transition*; M.E.Sharpe, Inc.
- Chamlou, N. - Iskander, M.R.** (2000): *Corporate Governance: A Framework for Implemetation*; The World Bank Group, Washington, D.C.
- Djankov, S. – Pohl, G.** (1997): *Restructuring of Large Firms in Slovakia*, The World Bank
- Hošková, A.** (2001): „Prepojenie priamych zahraničných investícií na domáci priemysel“ v *Biatic*, ročník 9, 1/2001, www.nbs.sk
- Jakoby, M.** (2000): „Zahraničný obchod“ v *Hospodárska politika na Slovensku 1990-1999*“, Beblavý, M. a Marcinčin, A. (editori), Slovenská spoločnosť pre zahraničnú politiku, Bratislava
- Jakoby, M.** (2002): „Zahraničný obchod a zahraničné investície“ v *Hospodárska politika na Slovensku 2000-2001*“, Marcinčin, A. (editor), Slovenská spoločnosť pre zahraničnú politiku, Bratislava
- Jakoby, M. – Morvay, K. – Pažitný, P.** (2000): „Celkový ekonomický vývoj“ v *Slovensko 2000 – Súhrnná správa o stave spoločnosti*, Inštitút pre verejné otázky, Bratislava
- Jánošíková, K. – Janoušek, J. – Keller, R.** (2002): Case Study – The Fall and Rise of a Slovak Giant, *The 5th Annual John T. Garrity Conference Brochure – Success together*, The Leadership Forum, Praha
- Keasey, K. – Thompson, S. – Wright, M.** (1997): „Introduction: The Corporate Governance Problem – Competing Diagnoses and Solutions“ v: *Corporate Governance: Economic*,

Management and Financial Issues, Keasey, K. Thompson, S. a Wright, M. (editori); Oxford University Press

- Kogut, B.** (1996): „Direct Investment, Experimentation, and Corporate Governance in Transition Economies“ v: *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, Volume 1: Banks, Funds, and Foreign Investors, Frydman, R., Gray, Ch. W., Rapaczynski, A. (editors); Central European University Press
- Kouba, K.** (1994): *Systémová transformace a mikroekonomické základy makrostability*, Politická ekonomie 3, s.310 - 313
- Kudrna, Z.** (2002): *Struktury ovládání bank: teorie a empirie*, diplomová práca IES FSV UK
- Marcinčin, A.** (2000a): „Úvod“ v *Hospodárska politika na Slovensku 1990-1999*“, Beblavý, M. a Marcinčin, A. (editori), Slovenská spoločnosť pre zahraničnú politiku, Bratislava
- Marcinčin, A.** (2000b): „Privatizácia“ v: *Hospodárska politika na Slovensku 1990-1999*“, Beblavý, M. a Marcinčin, A. (editori), Slovenská spoločnosť pre zahraničnú politiku
- Marcinčin, A.** (2000c): „Reštrukturalizácia podnikov“ v: *Hospodárska politika na Slovensku 1990-1999*“, Beblavý, M. a Marcinčin, A. (editori), Slovenská spoločnosť pre zahraničnú politiku, Bratislava
- Marcinčin, A.** (2000d): *Správa obchodných spoločností: Výzva pre Slovensko*, www.ineko.sk/studia_zsos_marcincin.htm
- Ministerstvo pre správu a privatizáciu národného majetku SR:** *Analýza procesu privatizácie za roky 1992 – 1998*, www.privatiz.gov.sk/privatizacia/spravy_analyza.html
- Mejstřík, M.** (1999): *Správa veľkých akciových spoločností: Teorie a česká praxe*, working paper IES, ies.fsv.cuni.cz
- Mertlík, P.** (1995): „Transformation of Czech and Slovak Economies, 1990-1992: Design, Problems, Costs“ v *Strategic Choice and Path-dependency in post-socialism*, Hausner, J., Jessop, B., Nielsen, K. (eds.), Edward Elgar Publishing Limited, Hants, UK
- Mlčoch, L.** (1996): *Institucionální ekonomie*, Karolinum, Praha
- Mlčoch, L.** *Československý ekonomický systém v 70. a 80. letech*, Sborník: Trh versus plán, ies.fsv.cuni.cz
- Mortel, E. van de** (2002): *An Institutional Approach to Transition Process*, Ashgate Publishing Limited, Hants, UK
- Morvay, K.** (2000): „Celkový makroekonomický vývoj“ v *Hospodárska politika na Slovensku 1990-1999*“, Beblavý, M. a Marcinčin, A. (editori), Slovenská spoločnosť pre zahraničnú politiku, Bratislava
- Morvay, K.** (2002): „Makroekonomický vývoj“ v *Hospodárska politika na Slovensku 2000-2001*“, Marcinčin, A. (editor), Slovenská spoločnosť pre zahraničnú politiku, Bratislava
- Nollen, S.** (2002): *Explaining the performance of firms in transition economies*, príspevok na Workshop on Transition and Enterprise Restructuring in Eastern Europe
- North, D. C.** (1990): *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge University Press, 1990

- Offe, C.** (1995): „Designing Institutions for East European Transition“ v *Strategic Choice and Path-dependency in post-socialism*, Hausner, J., Jessop, B., Nielsen, K. (eds.), Edward Elgar Publishing Limited, Hants, UK
- Olsson, M.** (1999): *Ownership Reform and Corporate Governance. The Slovak Privatisation Process in 1990-1996*; Acta Universitatis Upsaliensis
- Popp, P.** (2002): „Bankový sektor“ v *Hospodárska politika na Slovensku 2000-2001*“, Marcinčin, A. (editor), Slovenská spoločnosť pre zahraničnú politiku, Bratislava
- Rychetník, L.** (1995): „Can the Czech Republic develop a negotiated economy?“ v *Strategic Choice and Path-dependency in post-socialism*, Hausner, J., Jessop, B., Nielsen, K. (eds.), Edward Elgar Publishing Limited, Hants, UK
- Shleifer, A. – Vishny, R.W.** (1997): „A Survey of Corporate Governance“, *Journal of Finance*, vol. LII, No. 2 (June, 1997): 737-83
- Tirole, J.** (2001): „Corporate Governance“, *Econometrica*, Vol. 69, No.1 (January, 2001)
- Vláda SR** (2000): *Zlepšenie právneho a regulačného rámca na podporu podnikania a investícií*, www.government.gov.sk
- World Bank** (2001): *Privatization: Lessons and Agenda for the Future*, Washington D.C.

Zdroje dát, novinové články a iné pramene:

- ČTK z 8.1.2002; *U.S.Steel považuje postup vlády pri prodeji akcií VSŽ za 'nefér'*
- Hospodársky denník z 2.1.2002; *Manažment pracuje pod tlakom*
- Hospodárske noviny z 16.5.2001; *Transakcia U.S.Steel a Harsco Corporation*
- Hospodárske noviny z 12.9.2001; *U.S.Steel – malá bilancia po troch rokoch*
- Hospodárske noviny z 30.11.2001; *VSŽ oznámili zásadnú reštrukturalizáciu*
- Mesa 10, Monthly Report December 1997, www.mesa10.sk; *Krach IRB – štvrtej najväčšej slovenskej banky*
- Ministerstvo pre správu a privatizáciu národného majetku SR, verejný register privatizovaného majetku, www.privatiz.gov.sk/privatizacia/reg_verejny.html
- Národná banka Slovenska, Menový prehľad, www.nbs.sk
- Pravda z 25.1.2001; *Koniec Eichlerovej etapy vo VSŽ*
- Pravda z 18.4.2001; *VSŽ pod lupou*
- Pravda z 27.11.2001; *U.S.Steel trápí prezamestnanosť*
- Pravda z 5.1.2002; *Akcie VSŽ získal Istrokapitál*
- Pravda z 9.1.2002; *Štát už negarantuje sľuby voči U.S.Steel*
- Pravda z 9.1.2002; *Američania narazili na slovenskú realitu*
- Právo z 6.8.2001; *Šéfové U.S.Steel Košice válčí s korupciou*
- Slovenský Profit z 3.11.2000; *Najrizikovejší projekt v histórii koncernu*

www.usske.sk:

U. S. Steel Košice informuje o predaji VSŽ akcií, www.usske.sk/media/rel/0210093s.htm

Zamestnanci U.S.Steel Košice s Kódexom etického správania, www.usske.sk/media/

www.vsz.sk:

Informácia pre tlač z 14.12.1998, www.vsz.sk/press/rel/981214s.htm;

Informácia pre tlač z 12.10.2000, www.vsz.sk/press/rel/index-s.htm

Rozhovory a prednášky:

Eichler Gabriel (bývalý prezident VSŽ, a.s., október 2001 a marec 2003)

Eichler Gabriel, 5th John T. Garrity Conference, 9.11.2001, Praha