



# Iz lukenj spraviti odgovorne za prevzemni fiasko

Dr. Damjan Žugelj kot prvi varuh trga vrednostnih papirjev o tem, kdo vse je zatajil pri nadzoru (menedžerskih) prevzemnikov, še posebno pa bank

## DAMIJAN TOPLAK

Dr. Damjan Žugelj je kot direktor Agencije za trg vrednostnih papirjev (ATVP) v zadnjem obdobju vzbudil več zanimanja, ko je decembra pred parlamentarno komisijo dejal, da tako njegova agencija kot bančni regulator, Banka Slovenije (BS), v preteklosti pri nadzoru (menedžerskih) prevzemov nista bila zadosti aktivna. Po teh ocenah se je nanje, očitno osebno prizadet, odzval guverner BS dr. Marko Kranjec. O tem pa o zadnjih postopkih ATVP, ki je v lepem številu borznih podjetij državne lastnike pozvala bodisi k podaji prevzemne ponudbe bodisi k znižanju lastništva pod prevzemni prag, je za Večer spregovoril Žugelj.

**Zakaj ni ATVP pri domnevno spornih (menedžerskih) prevzemih ukrepala prej - zavoljo preslabe zakonodaje, ker ni bilo prave politične volje ali zaradi nesposobnosti njenih zaposlenih?**

“Zakaj ATVP ni ukrepala prej, morate vprašati ljudi, ki so bili v agenciji pred menoj. Da je bila ATVP v preteklosti premalo aktivna, pa je dejstvo. Z ozirom na podatke, ki so mi dostopni, gre za obdobje od leta 2004 do 2008, ko je bila ATVP premalo drzna in ni vztrajala pri indicijah, ki jih je v svojih nadzornih postopkih zaznavala. Ne glede na to, ali bi ATVP postopke kasneje pred sodišči dobila ali izgubila, bi se sčasoma ustvarila sodna praksa, ki bi oblikovala temelje za prihodnost. Zakonodaja je bila ustrezna in v veliki meri usklajena z evropsko, z izjemo nekaj anomalij. Ena izmed teh je prevzem Term Čatež, ki je bil sicer po slovenski zakonodaji izpeljan zakonito, evropska prevzemna direktiva pa prev-

zema z zamenljivimi obveznicami ne dopušča. Sprememba zakona o prevzemih v letu 2008 pa je Savi omogočila, da je skozi t. i. zatečeno stanje in neustrezno ureditev terminskih pogodb ponudila to, kar uživajo še danes. Na vse to je ATVP že pred več kot dvema letoma prvič opozorila javnost in resorno ministrstvo, a se kljub številnim urgencam do danes ni zgodilo nič. Levji delež je prispevalo še sodstvo s prepočasnimi odločitvami oziroma neodločitvami. No, doživeli smo tudi drugo skrajnost, neobičajno hitro odločitev sodišča v nam zelo nenavadnih okoliščinah, kar smo naznanili tudi tožilstvu. V agenciji imam eno najboljših ekip, ki ostaja pripadna, motivirana in požrtvovalna, četudi vlada ne zbere poguma, da dokončno v celoti uredi status neodvisnega regulatorja, in četudi številni predlogi zaposlenih v ATVP za izboljšanje razmer pri vladi in poslancih naletijo na gluha ušesa.”

## Niso krivi samo pohlepni menedžerji

**Koliko bi poleg regulatorjev pri “tajkunskih” prevzemih lahko storili člani nadzornih svetov podjetij, v katerih so ti potekali, in bank, ki so posojale denar zanje?**

“Ne glede na to, koliko si posamezniki, interesne skupine ali politika želijo realizirati lastne želje ali apetite, je dolžnost nas nadzornikov oziroma regulatorjev, da jih pri tem nadziramo, reguliramo, korigiramo in ustavimo. Menim, da smo v prvi vrsti zatajili regulatorji. Tej zgodbi moramo priti do konca. In niso krivi samo pohlepni menedžerji. Najmanj toliko so krivi tudi tisti, ki so jim takšne prevzeme omogočili oziroma jim apetite povečevali bodisi skozi (pre)lahko dostopnost virov financiranja ali skozi slab korporativni nadzor. Da ATVP prevzem sploh odobri, morajo prevzemniki skladno z zakonodajo pri KDD depozirati denarne ali bančne garancije. Ko dobimo to potrdilo, prevzem moramo odobriti, ne glede na to, ali nam je prevzemnik všeč ali ne. Ekonomska presoja skladno z zakonom ni mogoča, ne omogoča je niti evropska zakonodaja. To je izključno stvar prevzemnikov

in tistih, ki prevzem financirajo. Prav tako ni naša zakonska pristojnost ugotavljati, zakaj in pod kakšnimi pogoji je bila nekomu dana bančna garancija ter kako bo prevzem financiral. Presoja tveganj, povezanih z bančnimi garancijami in odobrenimi krediti, je stvar uprave banke in nadzornikov banke ter Banke Slovenije, ki licenca uprave bank in regulira njihove apetite ter tudi skrbi za finančno stabilnost te države.”

## Kakšna je bila v teh časih komunikacija med ATVP in BS?

“Ta je zmeraj bila, druga stvar pa je, kakšna je bila.”

## Kakšne bodo posledice za banke zaradi vseh napačnih odločitev glede danih posojil in ali je mogoče kazensko ovaditi same menedžerje?

“Lažje bi bilo razmišljati o posledicah, če bi dobro poznali določena dejstva teh napačnih odločitev. Odobrene bančne garancije pomenijo potencialno obveznost bank in bi lahko bile prvi pokazatelj potencialne izpostavljenosti bank in morebitnih tveganj, ne glede na to, če garancije niso bile unovčene. Dolgoročne naložbe v lastništvo so bile pretežno financirane s kratkoročnimi bančnimi sredstvi, saj so bili večmilijonski krediti za nakup deležev družb odobreni za obdobje največ enega leta dni, z možnostjo podaljšanja. To je ključni podatek. Kako so lahko banke naivno pričakovale, da bodo ti ljudje v tako kratkem času vrnili takšne vrtoogleve zneske? Posledica so neuspehi prevzemi ob kopici izčrpanih podjetij, ki se iz dneva v dan soočajo s stečajni in prisilnimi poravnavaми. Da o številu brezposelnih ne govorimo. Za vse to ni izključni krivec kriza. Imeli smo pohlepne menedžerje z očitno dobrimi zvezami pri bankah. Namesto da bi gradili podjetja in razvijali dejavnost, so želeli zadostiti zgolj svojim apetitom na način, da so z izkoriščanjem denarnih tokov nekdanjih zdravih podjetij, ki so jih vodili, financirali lastne sanje. V normalni pravni državi bi za ta dejanja že zdavnaj odgovarjali. Imamo pa tudi kakšen primer prevzema s pozitivnimi posledicami - na primer idrijski Kolektor, ki še danes

dobro dela in širi poslovanje.“

### Elitam ustreza državna lastnina

#### Bosta aktualna kriza in javnofinančni primanjkljaj državo prisilila v odprodaje določenih naložb?

“Slovenska država naj bi imela v ‘portfeljskih naložbah’ okrog šest milijard evrov denarja in ključno vprašanje je, koliko dodane vrednosti ji prinašajo te naložbe. Če bi to lastništvo države prinašalo blaginjo njenim državljanom, ga je smiselno ohranjati, a ne v takšnem obsegu. Država je slab gospodar, državna lastnina pa v takem obsegu nosi koristi le določenim elitam blizu vladajoče politike. Zato se je boljše odločiti za prodajo, hkrati pa v Sloveniji ustvariti normalno gospodarsko okolje, da bodo ta podjetja pri nas ostala. Tako bomo imeli več pobranih davkov in dajatev. Danes se kažejo vse temačne posledice ideologije ‘nacionalnega interesa’. Med drugim je državna lastnina postala alibi za kadriranje zvestih ljudi, prijateljev, in ni namenjena ciljanemu upravljanju z namenom plemenitenja sredstev v korist vseh državljanov. ‘Nacionalni interes’ nas je zelo veliko stal in upamo, da bo nekdo nekoč tudi izračunal, koliko.“

**ATVP je nedavno državnim lastnikom v primerih Krke, Save, Save Re, Abanke, Aerodroma Ljubljana, Petrola, Telekom Slovenije in Zavarovalnice Triglav poslal pozive k znižanju skupnega lastništva pod prevzemni prag ali objavo prevzemne ponudbe. Kolikšen je časovni rok za izpolnitev zahtev in ali je s tem državi dan alibi za umik iz lastništva podjetij?**

“ATVP nadzira subjekte, ki deleže v družbah kupujejo, in ukrepa, ko njihovi nakupi brez predhodne prevzemne najave presegajo 25 odstotkov deleža v družbi. Pa čeprav samo za eno delnico. Ta pravila je postavila država in jih bo morala sama tudi spoštovati, še posebno ker to zahteva od drugih in jih za nespoštovanje zakonodaje sankcionira. Predstavljajte si, da bi v neki ‘tajkunski zgodbi’ našli preseganje 25-odstotnega prevzemnega praga za eno samo pičlo delnico. Takoj bi država skupaj z vso javnostjo in mediji zahtevala naše ukrepanje. Zakaj bi bilo v primeru, ko je akter država, drugače? ATVP se ne ukvarja z ozadji državnega lastništva, kreiranjem politike okoli prodaje deležev in ekonomsko smotnostjo prodaj, ampak je dolžna izvajati zakon in sankcionirati kršitelje, pri čemer je dolžna ščititi manjšino, tj. male delničarje. Če bi tudi sodišča

v teh primerih drugače odločila, bi to pomenilo teptanje pravic šibkejših in nadmoč države nad njimi. Zato ima ATVP na voljo dodaten vzvod sankcioniranja, to so globe. Postopki potekajo, vpleteni subjekti imajo zakonske roke, da se izjasnijo o dejstvih in okoliščinah očitanih kršitev, prve odločbe pa je mogoče pričakovati v mesecu, mesecu in pol. Sicer pa nobena evropska zakonodaja ali evropska direktiva na prevzemnem področju ne omogoča privilegiranih subjektov. Tako niso in ne morejo biti privilegirani subjekti niti država niti banke. Le tako se lahko zagotavljajo enake pravice in varnost vsem delničarjem. Zato bo ATVP, četudi preko evropskih institucij, nasprotovala drugačni ureditvi, kot je enakost vseh udeležencev.“

### Favoriziranje državne NLB

#### Kakšno je vaše mnenje o združevanju regulatorjev (BS, AZN, ATVP)?

“Potrebujemo dva regulatorja. Enega za denarni trg (BS) in drugega za zavarovalniško-kapitalski trg (združena AZN in ATVP). S tem bi poskrbeli za simetrijo in enakost razvoja vseh produktov na teh trgih in ne bi, tako kot je bila praksa doslej, favorizirali bank in njihovih produktov. Poglejte, kam nas je pripeljalo favoriziranje določenega nadzorovanca BS, ki je vseskozi privilegirani. Če hočete, tudi skozi njegov statusni položaj. Posledica tega je bila med drugim utrditev povezav in odnosov s subjekti nadzora, predvsem s tistimi državnimi. To se najbolj banalno vidi že s tem, ko stopite v zgradbo BS, kjer se bohota bankomat NLB, in če se ne motim, celo za zelo zaščiteni vrati, za katera se brez izročitve osebnega dokumenta varnostnikom in skeniranja oseb ne da. Ne nazadnje v tem, koliko kadrov iz te institucije je zasedalo in zaseda pomembne položaje v državnih bankah. Seveda velja tudi obratna pot. Kako je potem mogoče, da je nadzor v takšnih prijateljskih povezavah sploh lahko učinkovit? Ne pravim, da je res tako. Pravim, kako to izgleda navzven. Ostali pa nimamo pojma, kako se izvaja nadzor, še svojega zakona o prevzemih ne znamo izvajati, saj smo očitno prebutasti in ga ne razumemo. Če temu dodamo še doktorja iz Kragujevca, ki vodi institucijo ATVP, je neuspeh neizbežen. Zato je tu institut guvernerja, ustavna kategorija, ki nas kljub svoji nepristojnosti nad zakonom o prevzemih o njem podučuje kot male šolarje. Seveda je namen dobrohoten, pa še tiho in hvaležni mo-

ramo biti.

In drugič, dobili bi dva enakovredna regulatorja oziroma nadzornika, med katerima bi vladala zdrava konkurenca in bi si gledala pod prste. Tretjič, kar je najpomembnejše, odpadejo vse nepotrebne koordinacije, povečali pa bi se učinkovitost, odzivnost in hiter pretok nadzornih informacij, še posebno če bi svete teh dveh velikih regulatorjev medsebojno povezali z vsaj enim članom. In četrtič, imeli bi enormne stroškovne sinergije. To je ATVP že predlagala, njeni predlogi so temeljili tudi na ugotovitvah MDS in OECD, ki v svojih študijah poudarjata neenakosti med regulatorji. Vendar dvomim, da ima vlada odločnost in pogum to izpeljati, čeprav so bile te študije narejene na njeno zahtevo. Združevanje vseh nadzornikov pod eno streho pa je po mojem že pozabljena ideja, vsaj glede na izkušnje tujih praks, ki so v krizi spoznale, da združeni nadzorniki niso najboljša oblika. Prav tako na to nakazuje praksa ustanovitve treh parcialnih evropskih regulatorjev (EBA, ESMA, EIOPA), ki so člani enotnega telesa (ESRB).“

#### V začetku leta se je omenjalo “prednovoletno raganje” s tečajni delnic finančnih holdingov, kjer gre za sum tržne manipulacije ...

“Tovrstni sum tržnih manipulacij na ATVP še proučujemo. Gre za zahtevne postopke, ki so se v preteklosti pri sodiščih, predvsem zaradi njihovega nerazumevanja problematike, končali neugodno. Vendar bomo vztrajali. Prej ko slej se bodo zadeve obrnile v našo korist. Razumemo, da se posamezen primer konča neugodno, ne pa večina. To je znak, da je nekaj zelo narobe, zagotovo pa ne pri nas. Bolj kot domnevne tržne manipulacije vidim problem pri finančnih holdingih, saj niso regulirani. Ker jih nihče ne nadzira, lahko očitno počnejo, kar želijo. Ocenjujem, da imajo s finančnimi holdingi največje težave tiste poslovne banke, ki so jih kreditirale. To je trenutno ena večjih nevarnosti za stabilnost slovenskega finančnega sistema, na kar smo večkrat opozorili. V prihodnje lahko napovem še bolj poostren nadzor nad transakcijami z delnicami določenih finančnih holdingov in poostren nadzor nad nosilci kvalificiranih deležev skladov, ki so v kar nekaj primerih finančni holdingi. Nekaj ukrepov smo že izrekli, nekaj jih še sledi.“

#### Kaj pa lahko rečete o zamrznjenih glasovalnih pravicah državnih bank v Mercatorju in Pivovarni Laško?

“Tam določenim bankam glasovalne pravice mirujejo. Ker postopki še potekajo pred vrhovnim sodiščem, tega ne morem komentirati. Razlog za zamrzitev glasovalnih pravic niso zgolj unovčitve zavarovanj, temveč usklajeno delovanje bank pri tem in preseganje prevzemnega praga. Zato bo ATVP nasprotovala vsakršnemu poskusu privilegirane zakonske ureditve za banke, kot skozi predloge sprememb zakona o prevzemih skuša pripeljati BS.“

**Koliko pa je realno, da Infond Holding dobi nazaj deleže v Mercatorju in Pivovarni Laško?**

“O tem bo odločalo sodišče. Obstaja pa določena verjetnost, da se to zgodi. In ne samo v primeru Infond Holdinga.“

**Za konec: v zadnjem obdobju je v javnosti odmeval vaš besedni dvoboj z guvernerjem BS dr. Markom Kranjcem, ko ste tudi zahtevali njegov odstop. Kje pa je zahteva po odgovornosti nekdanjega guvernerja, sedanjega razvojnega ministra mag. Mitje Gasparija?**

“Ne gre za noben boj ali spor med regulatorji, kot se skuša prikazati v medijih. Pred državnozborsko preiskovalno komisijo sem bil kot priča zaprosen za mnenje. Nihče mi ne more prepovedati ali me omejevati pri mojem razmišljanju. Povedal sem, kar mislim, in to je bila moja dolžnost. Za svojimi izjavami stojim, saj so osnovane na podatkih, ki so mi dostopni. Zadeve pa so eskalirale, ko je zmanjkalo strokovnih argumentov in sem bil deležen celo osebnega diskreditiranja, čeprav nisem nikogar poimensko obtožil. Očitno so se nekateri v tem prepoznali in odreagirali z napadom name kot osebnost. Vse to nima nobene zveze

z mojo doktorsko disertacijo na ljubljanski EF, kjer je bil v komisiji resda sedanji guverner BS. O tem je javnost seznanjena že nekaj let in najbrž bi moralo biti nekaj hudo narobe z mano, če bi toliko let gojil tovrstne osebne zamere, še posebno ker sem zadoščenje dobil že pred petimi leti, ko mi je uspelo doktorirati.

Ljudje na teh pozicijah bi morali biti profesionalci in hudo narobe je, da nekdo splošno zgodbo pripelje na osebno raven, razen če ti, kot že omenjeno, zmanjka strokovnih argumentov. Guvernerja pa sem pozval k odstopu, ker je bil on tisti, ki je izrekel kar nekaj neresnic (zaradi količine sem jih namenoma poimenoval laž), in to

je danes več kot evidentno. In osebi, ki to počne ter bi naj bila steber zaupanja v finančni sistem, to ne sme biti dovoljeno. Če bi sam to storil, bi bil verjetno takoj razrešen. Skozi mnenja v javnosti vse glasnejše stroke je očitno moje razmišljanje na pravi poti in pri tem bom zagotovo vztrajal, dokler ne bomo iz lukenj zbežali vseh tistih, ki so krivi za ta zgodovinski prevzemni fiasko. Ustavili me ne bodo niti napadi na mojo osebnost niti morebitni bodoči zrežirani in naročeni konstruktivisti, ki jim gorijo tla pod nogami. Sam imam čisto vest in lahko vsakomur pogledam v oči.“



Dr. Damjan Žugelj: “Ljudje na guvernerski poziciji bi morali biti profesionalci in ne bi smeli splošne zgodbe pripeljati na osebno raven.” (Robert Balen)