

# **Impactul privatizării asupra sistemului de guvernare corporativă**

**dr. Marcela NANES**

## **1. Conținutul și importanța guvernării corporative**

Printre principiile general acceptate, în economia de piață, se numără cele referitoare la faptul că întreprinderile trebuie să funcționeze în interesul proprietarilor (acționarilor), pe de o parte, iar, pe de alta, că de performanța lor, alături de aceștia, sunt interesate și alte grupuri de stakeholderi - denumire generică acordată tuturor acestora (fie ei persoane fizice sau juridice) care au un interes față de întreprindere (salariați, clienți, furnizori, bănci, comunitatea locală, sindicatele, statul etc.).

Desigur, interesele stakeholderilor sunt diferite, iar uneori chiar contradictorii. Așa de exemplu, acționarii sunt interesați în obținerea de dividende și în mărirea valorii acțiunilor detinute, în timp ce managerii au drept obiectiv rămânerea în continuare în funcție și, desigur, creșterea salariilor și dobândirea de alte avantaje. Băncile, la rândul lor sunt interesate ca întreprinderile să fie suficient de profitabile pentru a putea rambursa creditele și dobânzile aferente. Comunitatea locală este și ea interesată de efectul prosperității întreprinderii asupra altor întreprinderi din zonă și de impactul său asupra

pieței, locale a forței de muncă. Statul, ca structură ce reprezintă prin organismele sale interesele de ansamblu ale națiunii, nu este nici el indiferent față de buna funcționare a întreprinderilor și efectul propagat al activității acestora asupra funcționării macrosistemului din care fac parte, respectiv economia națională în ansamblul său și.m.d.

Armonizarea tuturor acestor interese nu se poate realiza de la sine ci, după cum o dovedește practica firmelor din țări cu economie de piață avansată, printr-un sistem adecvat de guvernare corporativă ce presupune, pe de o parte, controlul insiderilor (salariații și managerii întreprinderii) iar, pe de alta, al outsiderilor (acționari nesalariați, investitori străni, stat, intermediari finanțatori, clienți etc.) asupra activității întreprinderii și are rolul de a preveni și de a evita manifestarea unor conflicte de interese între diferenții stakeholderi, ce pot avea efecte dăunătoare asupra performanței companiei și, în sens larg, asupra întregii comunități de afaceri.

În esență, guvernarea corporativă constă într-un ansamblu de norme și mecanisme adecvate de control aplicate la nivelul întreprinderilor în scopul de a proteja și

armoniza interesele adeseori contradictorii ale tuturor participanților la viața acestora, dăr și de a-i monitoriza și motiva pe manageri să-și restrângă comportamentul bazat doar pe satisfacerea interesului lor personal, pe maximizarea propriei funcții de utilitate și a-i determina să adopte strategii și decizii care să vină în întâmpinarea intereselor acționarilor și a celorlalte categorii de stakeholders.

Teoretic, mijloacele de control de care dispun stakeholderii pot fi grupate în două categorii :

- un control extern, care se exercită prin intermediul pieței și al cadrului juridic și instituțional specific unei economii de piață și care îmbracă, în principal, trei forme prin care pot fi motivați și determinați managerii să acționeze potrivit intereselor acționarilor și celorlalți stakeholders, și anume: vînderea acțiunilor pentru a sanctiona astfel neficacitatea managerilor și, respectiv, insuficiența dividendelor distribuite; falimentul impus de creditori, care sunt în drept să ceară lichidarea întreprinderilor falimentare; contractul de muncă (de management) dintre acționari și manageri ce cuprinde obligațiile și drepturile care revin managerilor, stimulelele acordate acestora, dar și sancțiunile ce pot fi aplicate pentru lipsa de performanță a activității lor;
- un control intern, bazat pe: votul acționarilor în AGA care aproba sau sanctionează activitatea managerilor și a C.A., îi poate menține sau revoca din funcție; controlul operațional al managerilor și

controlul salariaților.

Din această perspectivă, liberalizarea economică, descentralizarea alocării resurselor, transferul proprietății de stat către sectorul privat și promovarea liberei inițiative nu sunt suficiente pentru a asigura funcționarea întreprinderilor românești potrivit principiilor unei economii de piață, pentru restructurarea, revitalizarea și sporirea competitivității acestora.

Din punct de vedere economic, privatizarea întreprinderilor de stat, concepută ca un răspuns la nevoie de schimbare în interiorul sistemului, vizează găsirea unor proprietari animați de dorința de a asigura o utilizare rațională a resurselor întreprinderilor și creșterea profitabilității acestora. Schimbarea regimului de proprietate nu va modifica însă comportamentul managerilor dacă noii proprietari nu vor avea puterea, motivația și mijloacele necesare pentru a le controla de aproape acțiunile și a veghea ca ei să acționeze în interesul întreprinderii și nu doar al propriului interes.

Dacă pentru micile întreprinderi private create prin liberă inițiativă lucrurile sunt mai simple, proprietarii fiind, de regulă, și managerii acestora, nu același lucru este în cazul celorlalte întreprinderi privatizate sau privatizabile. Prin urmare, obiectivul privatizării trebuie să-l constituie nu numai transferul proprietății juridice asupra activelor întreprinderilor ci, de asemenea, un transfer al puterii de control și sancțiune în favoarea noilor proprietari. Acest transfer, precum și crearea legilor și a instituțiilor necesare pentru proprietatea privată trebuie

să determine un nou sistem de guvernare corporativă, adică o nouă structură de incitare și control al managerilor de către proprietari și ceilalți factori interesați în bunul mers al întreprinderii, pentru a-i determina să ia decizii care să răspundă și să satisfacă așteptările acestora [Phelps, Friedman, Rapaczynski și Shleifer (1993), Labaronne (1995)].

Pentru România, și în general pentru țările din Europa Centrală și de Est, problema controlului corporativ, a mecanismelor și infrastructurii adecvate pentru realizarea sa - sau, cu alte cuvinte, a creării unui sistem eficient de guvernare corporativă - este crucială pentru succesul tranzitiei la economia de piață. Aceasta întrucât:

a) în perioada planificării centralizate întreprinderile și managerii acestora s-au confruntat cu un mecanism de incitații arbitratre care, mai devreme sau mai târziu, s-au repercutat negativ asupra performanțelor întreprinderilor și, implicit, asupra creșterii economice în general. Îndrumate, controlate și sprijinite ori de câte ori era nevoie de către stat, întreprinderile, în pofida unei existențe agitate, nu-și punneau problema supraviețuirii, a profitului sau a satisfacerii clienților, de vreme ce nu existau piețe concurențiale, obiectivele erau stabilite centralizat prin plan, iar resursele financiare erau redistribuite între ele indiferent de profitabilitatea sau non-profitabilitatea activității lor.

În acest context, caracterizat

prin lipsa unei confruntări directe cu piața și concurența și inexistența unui sistem adecvat de incitații și stimulente, comportamentul adoptat de întreprinderi și manageri (judecați, în primul rând, în funcție de realizarea volumului producției planificate) era unul inerțial, de așteptare a unor ordine și sarcini transmise de sus în jos pe linie ierarhică, iar preocupările privind conturarea direcțiilor de dezvoltare pe termen mediu și lung erau cvasi-inexistente, atenția îndreptându-se, în principal, către nivelul tehnic și operațional, către rezolvarea problemelor curente;

b) spre deosebire de întreprinderile occidentale, în care managerii au ajuns în posturi printr-un proces complex de instruire și selecție, în multe din întreprinderile țărilor în tranzitie corpul managerial nu dispune adesea de suficiente competențe pentru a conduce activitatea acestora în noul context economic caracterizat prin incertitudine și risc, promovarea în aceste funcții făcându-se, în frecvente cazuri, după cu totul alte criterii decât cele ale pregătirii profesionale și abilităților manageriale necesare (criterii politice, alegerea „democratică” de către salariați, cum s-a întâmplat în România în primii ani ai tranzitiei etc.). Situația este cu atât mai gravă cu cât multe întreprinderi necesită pentru supraviețuirea lor o restructurare majoră, pentru care mulți manageri sunt insuficienți înzestrăți datorită stăpânirii necorespunzătoare a tehniciilor

moderne de management și cu deosebire a celor de management strategic, ce constituie un instrument prețios pentru conturarea viitorului posibil al întreprinderilor în contextul multiplelor provocări ale tranzitiei și adoptarea unor strategii de restructurare viabile;

c) ca rezultat al înaintării în procesul de privatizare și cu deosebire a celui de masă, concomitent cu diminuarea influenței statului, s-a accentuat procesul de corporatizare a economiei, respectiv de transformare a societăților comerciale (S.C.) în întreprinderi societare, a căror caracteristică o constituie existența unor proprietari (acționari) care nu participă efectiv la gestiunea curentă și nici la deciziile strategice privind dezvoltarea acestora.

Or, în economiile de piață evolute, tocmai separarea proprietății de puterea decizională este cea care a condus la dezvoltarea sistemului de guvernare corporativă, în scopul de a armoniza interesele adesea contradictorii ale diferenților participanți la viața firmei (și cu deosebire ale acționarilor și managerilor) și care nerezolvate pot determina o alocare suboptimală a resurselor. Această separare între proprietari și manageri prezintă îndeosebi în societățile cu acționariat difuz face ca relațiile dintre ei să reprezinte, în fapt, o formă particulară a relației de agenție<sup>1</sup> prin

care principalul (acționarul unei întreprinderi) încearcă să-l influențeze și determine pe agent (managerul întreprinderii) să acționeze într-un sens favorabil intereselor principalului;

d) deși reforma proprietății înseamnă - în condițiile specifice ale României, dar și ale altor țări în tranzitie - extinderea proprietății private în întreaga economie, atribuirea și recunoașterea diferențelor drepturi de proprietate este mai complicată în timpul și după acest proces, îndeosebi în cazul întreprinderilor de stat privatizate. Practica acestor ani de tranzitie evidențiază în acest sens că, de regulă, schimbările *de jure* în regimul de proprietate nu au fost urmate și de o modificare *de facto* a drepturilor de proprietate, respectiv a modalităților de atribuire și exercitare a acestora.

Spre deosebire de țările cu economie de piață dezvoltată, în care modul de repartizare a drepturilor de proprietate între indivizi și formele juridice prin acestea sunt exercitate, și care se caracterizează printr-o anumită stabilitate - rezultat al unei lungi evoluții de-a lungul secolelor -, în majoritatea țărilor în tranzitie atribuirea inițială a drepturilor de proprietate a fost rapidă și parțială, neconducând la efectul scontat. Exemplul economiei românești - dominață în prezent de declin, dezechilibre și distorsiuni -

<sup>1</sup> Relația de agenție reprezintă în fapt o relație contractuală (practic un contract de mandat) prin care una sau mai multe persoane (principalul sau mandantul) angajează o altă sau

alte persoane (agent sau mandatar) pentru a îndeplini anumite funcții sau a realiza unele servicii în folosul lui, ceea ce implică delegarea autorității decizionale către agent.

denotă, de altfel, că privatizarea, respectiv modificarea regimului juridic al proprietății prin transferul drepturilor de proprietate legală de la stat către sectorul privat (persoane fizice sau juridice) a fost o condiție necesară, dar nu suficientă pentru crearea unui veritabil sistem de guvernare corporativă, pentru restructurarea și relansarea creșterii economice.

De aceea, una din principalele probleme pe care le implică buna guvernare a întreprinderilor privatizate sau privatizabile constă tocmai în asigurarea unei distribuții reale a drepturilor de proprietate și, implicit, a celor de control care, potrivit diferenților analiști, este de natură să contribuie la diminuarea radicală a problemelor de agenție existente în aceste întreprinderi. Această necesitate decurge din faptul că dreptul de proprietate reprezintă, practic, osatura sistemului de incitații al unei economii de piață. El permite de a ști cine suportă riscul și cine câștigă sau pierde într-o tranzacție și creează condițiile necesare pentru încheierea de contracte executorii, stimulează investiția rentabilă și încită în a-i urmări și controla atent evoluția, încurajează efortul și discernământul, contribuind, astfel, la creșterea economică și la crearea de bogății. Totodată, o largă repartiție a drepturilor de proprietate poate împiedica concentrarea întregii puteri în mâinile clasei politice și este un factor de stabilitate socială [Banque Mondiale, 1996].

Pentru ca drepturile de proprietate să-și îndeplinească plenar rolul și să-și exerce influența asupra comportamentelor din economie, iar privatizarea să-și atingă întră-adevăr

scopul și să contribuie la crearea structurilor și a mediului economic de piață, este necesar însă ca ele să întrunească două importante caracteristici și anume: exclusivitatea și transferabilitatea, pentru că altfel, puterea de control a proprietarilor și diferențele atribuite ale drepturilor de proprietate (posesie, folosință, dispoziție și, pe cale de consecință, uzufruct) sunt alterate. Posesia, ca atribut al drepturilor de proprietate, de exemplu, are sens doar în măsura în care acestea se fructifică, se valorifică prin relațiile dintre proprietari și non-proprietari [Sava, 1993, p. 117]. În caz contrar, posesorul nu mai dispune de capacitatea de a decide și de a opta în privința folosirii diferențelor componente ale proprietății sale și, în consecință, puterea sa de control nu este respectată. Pe de altă parte, drepturile de proprietate - exprimând, în fapt, relații între oameni care intervin în legătură cu folosirea bunurilor posedate și nu relații între oameni și bunuri - generează anumite comportamente din partea proprietarilor și din partea non-proprietarilor, acestea definind „caracterul opozabil al drepturilor proprietarului față de ceilalți indivizi” [Greffé, 1985, p. 12], iar în teorie se consideră că, alăturate ipotezei rationalității, respectiv maximizării utilitatii la nivelul fiecărui agent economic, ele pot duce la maximum de eficiență.

Existența celor trei atrbute ale dreptului de proprietate este evidentă în cazul oricărui tip de proprietate privată din economiile occidentale, spre deosebire de cele în tranziție unde această problemă este mai aparentă,

ceea ce implică dezvoltarea în cadrul acestora a unui sistem complet nou de drepturi de proprietate.

În acest sens, Sun [1997] descriind drepturile de proprietate ca „relații reglementate între oameni și organizații ce provin din existența bunurilor insuficiente (rare) și care se referă la folosirea lor, fiind instituite prin norme, obiceiuri și legi” reunește, în fapt, atât aspectul legal (juridic), cât și ceea ce poate fi numit aspectul „cultural” al proprietății. Or, aceasta înseamnă că foarte importante, pentru realizarea schimbărilor preconizate în sistemul de proprietate, sunt existența și dezvoltarea unei anumite culturi privind proprietatea privată.

Dacă noile societăți private create prin libera inițiativă sunt într-o poziție oarecum avantajoasă, deoarece ele sunt constituite pe un fundal cultural de noi drepturi de proprietate, în schimb, în cazul întreprinderilor de stat supuse privatizării este deosebit de important de a înțelege care atribuție ale drepturilor de proprietate sunt transferate și în ce context instituțional și cultural are loc reforma;

e) în fine, referindu-ne expres la România, se impune relevat că, în comparație cu alte țări din zonă, cum ar fi, de exemplu, Polonia, Cehia și Ungaria (ce dispun de o tradiție îndelungată în ceea ce privește sistemele economice liberale, de o structură economică relativ modernă și o altă mentalitate a populației vizavi de schimbările preconizate), aceasta, în pofida unor premise favorabile dar nefructificate<sup>1</sup>, care i-ar fi permis

realizarea unei privatizări rapide și, în consecință, crearea unor noi structuri care să răspundă logicii funcționării economiei de piață, a fost dezavantajată de:

- inexistența unei perioade de prereformă care să faciliteze pregătirea condițiilor tranziției către economia de piață și instituirea unui sistem eficient de guvernare corporativă, în sensul că deși în perioada comunistă a fost introdus aşa-numitul sistem al autoconducării muncitorești, influența angajaților asupra deciziilor importante privind întreprinderea era extrem de redusă, statul fiind cel ce detinea rolul de comandă și control;
- demararea bruscă a procesului de corporatizare a economiei românești (respectiv de reorganizare a unităților de stat în regii autonome și societăți comerciale pe acțiuni), practic printr-o distrugere a vechilor structuri ce asigurau conducerea strategică la nivel micro, mezo și macroeconomic și fără a fi întrunite toate premisele necesare funcționării întreprinderilor pe principiile corporației: existența unor me-

proximativ 30 de mld. lei la prețurile din 1990 la nivelul întregii economii) a căror restituire (făcută din considerente politice populiste), în locul transformării lor în acțiuni, a anulat, practic, acest avantaj pe care și-l crea-se România în privința privatizării și, în același timp, a declanșat procesul de decapitalizare a întreprinderilor, de dezechilibrare a cererii cu oferta pe piața bunurilor de consum, constituind una din cauzele inflației (inflație prin cerere) și ale dezechilibrelor macroeconomice majore.

<sup>1</sup> Ne referim la așa-numitele „parti sociale” (a-

- canisme specifice economiei de piață care să asigure alocarea eficientă a resurselor și a unui cadru legislativ adecvat, stabilirea ratei de schimb pe baze reale, stabilizarea economiei prin stăpânirea inflației, o infrastructură instituțională corespunzătoare etc., fapt ce a condus la dezvoltarea unor comportamente de supraviețuire și reacții adaptive întârziate și spontane din partea întreprinderilor, reglajul realizându-se cu pierderi însemnate de resurse materiale, umane și financiare;
- promovarea de către stat, care a continuat o bună perioadă de timp (practic până în 1993 când au luat ființă FPP-urile și FPS) să fie unic proprietar, a unor forme tranzitorii de guvernare corporativă (C.I.S. și C.I.M.S.), care s-au dovedit a fi ineficiente din punct de vedere al controlului exercitat asupra managementului S.C. Situațiile create au fost diverse, mergând de la ingerința CIS (CIMS) în conducerea S.C. și relații conflictuale între aceste organisme și C.A., până la reprezentarea formală sau apropierea membrilor CIS (CIMS) sau ai C.A. de diferite grupuri de interese, ceea ce a diluat mult răspunderea pentru administrarea eficientă a proprietății;
  - neînsotirea de la început a transferului proprietății din sectorul public în cel privat de alte

măsuri complementare absolut necesare cum ar fi: restructurarea sistemului bancar și reglementarea rolului său în economie, crearea și operaționalizarea pieței de capital, adoptarea legii falimentului și a legii antimonopol etc. Chiar dacă unele dintre acestea s-au adoptat ulterior, ele nu au avut însă secvențialitatea și coerenta necesare unei bune derulări a procesului de privatizare și implementării unui nou sistem de guvernare corporativă.

În contextul celor prezentate, rezultă că, dincolo de estimarea progreselor înregistrate de România în înaintarea către o nouă structură de proprietate, analiza particularităților schemei de privatizare utilizate și a incidentelor sale asupra structurilor actionariale și decizionale este un demers oportun, de natură să clarifice o serie de probleme privind sistemul de guvernare corporativă din economia românească în tranziție.

## **2. Modificări în sistemul de guvernare corporativă sub impactul privatizării**

### **2.1. Particularități, limite și incidente ale privatizării din perspectiva guvernării corporative**

Constituind o componentă majoră a reformei economice, procesul de privatizare declanșat în economia românească s-a dovedit - ca și în cazul altor țări în tranziție din Europa Centrală și de Est - mai dificil decât

s-a crezut inițial. El a fost marcat de numeroase dificultăți, limite, contradicții și chiar sincope, decurgând atât din modul în care a fost concepută reforma economică și din fenomenele asociate actualei perioade de tranziție, cât și din schemele de privatizare utilizate, din modificările aduse acestora pe parcurs și modul lor de implementare. Drept urmare, transferul activelor de stat în proprietate privată sau, cu alte cuvinte, marea privatizare, s-a realizat relativ lent, înregistrând o evoluție destul de sinuoasă de la an la an (anexa nr. 1).

Fără a insista pe larg asupra etapelor, modului de derulare a procesului de privatizare, dificultăților și blocajelor întâmpinate în înaintarea către o nouă structură de proprietate considerăm totuși că, din perspectiva studiului de față, respectiv a impactului privatizării asupra sistemului de guvernare corporativă, se impun a fi făcute o serie de precizări și nuanțări.

a) Faptul că, din multiple și variate cauze<sup>1</sup>, marea privatizare s-a desfășurat mai dificil și mai lent decât s-a preconizat a permis menținerea unui număr mare de

S.C. controlate de stat, acesta continuând să rămână principalul acționar „exterior” al întreprinderilor. Mai mult decât atât! Având în vedere că la unele S.C. nivelul subscrierii cu certificate de proprietate (CP) și cupoane nominative (CN) a fost redus, statul (prin intermediul FPS) și-a mărit ponderea în capitalul social al unora dintre acestea. Așa, de exemplu, analiza stadiului privatizării în cazul a 24 de S.C. ce au constituit eșantionul nostru de studiu pune în evidență că în 17 S.C. (70,8% din total eșantion), FPS deține pachetul majoritar de acțiuni, respectiv între 50,98% și 74,5% din totalul acestora (anexa nr. 2).

Or, după cum o dovedește practica economică a acestor ani de tranziție, în multe cazuri, statul a dat doavă de o capacitate redusă de administrare performantă a proprietății pe care o deține. Avem în vedere, în principal:

- manifestarea de către stat a unui atașament nu întotdeauna justificat față de unele întreprinderi, de regulă puțin performante, și sustinerea finanțării a acestora prin mecanisme cum ar fi subvențiile directe și indirecte, în locul exercitării unui control eficient asupra managementului acestora și a orientării comportamentului agentilor economici printr-un pachet adecvat de părghii și instrumente economico-financiare, atitudine ce conduce la slăbirea guvernării corporative și, în același timp, mărește distorsiunile aduse mediului.

<sup>1</sup> Inconsecvența și birocratismul în implementarea procesului de privatizare de masă; insuficiența capitalului autohton și străin; întârzierile în operationalizarea pieței de capital; insuficiențele, complexitatea și mobilitatea cadrului legal și normativ; imperfecțiunile cadrului instituțional constând în proliferarea exagerată a instituțiilor abilitate să monitorizeze procesul de privatizare și rivalitățile dintre acestea; dificultățile în evaluarea S.C. induse de H.G. nr. 500/1994; blocajul finanțier și politica fiscală restrictivă; manifestarea de către unii manageri a unei anumite rezerve față de privatizare de teama de a nu-și pierde posturile etc.

lui concurențial și mecanismelor de piață, generând o alocare ineficientă a resurselor în economie;

- controlul deseori formal al managementului întreprinderilor de către cei abilitați de stat (FPS) să-i reprezinte interesele în AGA și C.A. și/sau apropierea acestora de diferite grupuri de interes sau pacțizarea cu managerii întreprinderilor din motive ce urmăresc satisfacerea intereselor personale sau de grup, fapt ce impiedică asupra realizării unei bune guvernări corporative și conduce la subminarea intereselor celorlalți acționari și, implicit, ale statului ca acționar majoritar<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> În acest sens o serie de cercetări întreprinse de noi [Naneș, 1995] pun în evidență că, deși de jure constituirea la nivelul S.C., începând cu anul 1993, a Adunării Generale a Acționarilor (AGA), formată din reprezentanții FPS și FPP (în baza contractului de mandat dintre aceștia și respectivele fonduri), precum și instrumentarea contractului de management putea constitui o soluție în privința administrării și managementului S.C. cu capital majoritar de stat, de facto problemele care au continuat să persiste sunt legate, în principal, de: insuficiența pârghiilor aflate la dispoziția membrilor AGA pentru exercitarea cu adevărat și nu formală a atribuțiilor lor în calitate de reprezentanți ai celor doi acționari; pregătirea economică și managerială nu întotdeauna corespunzătoare a unor dintre aceștia (aleși uneori după criterii politice sau de altă natură și nu în funcție de competențele profesionale), insuficiența motivare a membrilor AGA (prin renunțarea la prevederile inițiale ale contractului de reprezentare vizând participarea la profit, în condițiile stipulate în contract); modul de selecționare a managerilor, insuficient de relevant privind profesionalismul și abilitățile lor manageriale; dependența decizională de FPS, îndeosebi în ceea ce privește

- b) Dincolo de o serie de avantaje (rapiditatea atragerii populației în procesul de privatizare, echitate socială, deschiderea de noi oportunități pentru investitorii strategici prin oferirea unei plaje largi de opțiuni, dat fiind numărul mare de S.C. etc.), privatizării de masă îi sunt asociate și aspecte mai puțin favorabile care, în opinia noastră, afectează comportamentul agenților economici, managementul și guvernarea corespunzătoare a acestora și anume:
  - crearea unui acționariat numeros (de ordinul zecilor de mii de persoane), dispersat și atomizat, insuficient informat cu privire la drepturile și obligațiile ce-i revin, nepregătit și cu slabă putere de influență și control asupra managementului întreprinderii, datorită pașchetului redus de acțiuni pe care îl deține fiecare acționar și interesului scăzut privind evoluția și dezvoltarea pe termen lung a întreprinderilor (acționariat pasiv);
  - divergența de obiective și interese în cadrul S.C. privatizate în sensul că, dacă pentru mare parte a acționarilor rezultați în urma privatizării de masă obținerea de dividende reprezintă scopul primordial, pentru S.C. și, eventual, acțio-

efectuarea unor investiții de restructurare de mai mare amploare datorită prerogativelor limitate ale AGA în acest sens, precum și capacitatea reduse de autofinanțare a întreprinderilor s.a.

- narul principal și manageri, obiectivul principal poate să-l constituie restabilirea echilibrului finanțier și dezvoltarea întreprinderii, fapt ce poate genera tensiuni și conflicte interne, înrăutățind climatul organizațional și împietând asupra procesului decizional;
- posibilitatea manifestării de către investitorii strategici (români sau străini) a unor rezerve față de cumpărarea unor întreprinderi la care participă un număr mare de acționari datorită dificultăților pe care le implică modul de lucru cu un acționariat numeros, atomizat și nepregătit.
- c) La rândul său, privatizarea prin tehnici de tip MEBO, în afara unor avantaje incontestabile (rapiditate, atraktivitate într-o perioadă când sectorul de stat era cvasiinexistent, creșterea motivației salariaților și managerilor prin „legarea” acestora de profitul S.C. etc.), prezintă și ea anumite limite și dezavantaje. Dincolo de faptul că nu contribuie în mod consistent la capitalizarea întreprinderilor deoarece salariații-cumpărători nu au fost, de regulă, în măsură să injecteze capitaluri consistente în S.C., iar PAS-ul are o capacitate redusă de a investi, cel puțin în primii ani, când profitul este folosit, în special, pentru plata ratelor scadente către FPS sau a creditelor ce au fost necesare pentru cumpărarea de acțiuni (ceea ce constituie un impediment major în calea restructurării și retehnologizării S.C.), din punct de vedere al guvernării corporative cele mai semnificative sunt următoarele:
- induce complicarea raportului acționariat - manageri - sindicate, dat fiind melanțul de statute (acționar-salariat; manager-acționar), fapt ce poate împiedca asupra procesului decizional, dată fiind multitudinea și deosebirile de interes ce se cer armonizate și poziția la care se raportează fiecare;
  - obținerea, uneori, a pachetului de control, pe căi mai mult sau mai puțin oculte, fie de către managerii întreprinderilor sau de către reprezentanții FPS în AGA (ceea ce poate să nu însemne o schimbare de esență față de situația anterioară privatizării), fie chiar de către unele persoane din afara întreprinderilor prin intermediul unor membrii PAS, ceea ce poate genera dificultăți și conflicte, cu impact nefavorabil asupra procesului de management și a activității întreprinderii;
  - atitudinea de respingere a PAS-ului, mai ales atunci când acesta nu deține pachetul de control, față de investitorii externi și atitudinea ezitantă a acestora din urmă de a investi acolo unde PAS-ul a dobândit importante participații, de teama conflictelor de interes ce pot interveni etc.
- d) Deși trecerea de la proprietatea

de stat la proprietatea privată și dezvoltarea sectorului privat în economie implică, așa cum arătam în paragrafele anterioare, statuarea unor drepturi de proprietate clare și asigurarea condițiilor pentru exercitarea tuturor atributelor acestora, ca premişă indispensabilă a realizării unei bune guvernări corporative, experiența românească privind privatizarea pune în evidență starea confuză a regimului de proprietate, definirea în general imprecisă a drepturilor de proprietate și neînțrunirea condițiilor pentru exercitarea acestora, concomitent cu lipsa unor reglementări clare privind protecția participațiilor minoritare.

În acest sens, examinarea modelui în care s-au atribuit și se exercită drepturile de proprietate pune în evidență că, dacă în cazul noilor societăți private create prin liberă inițiativă lucrurile sunt clare, proprietarilor revenindu-le toate attributele acestora, în cazul celorlalte forme de privatizare, și cu deosebire al transferului gratuit, drepturile de proprietate sunt fie atenuate (deci incomplete), fie există unele ingerințe limitative. În sprijinul afirmațiilor noastre aducem următoarele argumente:

- faptul că marea majoritate a cetățenilor acționari (la SIF-uri sau la diferite S.C. supuse procesului de privatizare accelerată) nu și-au putut exercita o bună perioadă de timp dreptul de dispoziție asupra propriilor acțiuni și nici dreptul de vot pentru desemnarea noilor administratori, situație determinată, în primul caz, de finalizarea cu în-

târziere a operațiunilor preliminare care să dea posibilitatea tranzacțiilor acțiunilor pe piața organizată a valorilor mobiliare, iar, în cel de-al doilea, de întîrziere, atât la nivelul SIF-urilor, cât și al S.C., a adunărilor generale ale acționarilor, datorită complexității problematicii legate de procedura propriu-zisă de convocare și desfășurare, cauzată, la rândul său, de numărul mare al acționarilor rezultat în urma procesului de privatizare de masă și de lipsa unor reglementări complete în acest sens;

- nedistribuirea de către FPP-uri a dividendelor ce se cuveneau cetățenilor în calitate de detinători ai certificatelor de proprietate și model în care s-a hotărât remedierea acestei situații prin Legea nr. 133/1996 pentru transformarea FPP-urilor în SIF-uri<sup>1</sup>, care, după părerea noastră, reprezintă o formă de încălcare a drepturilor de proprietate, pentru că nu există certitudinea că ea reprezintă voînta acționarilor acestor fonduri, decizia fiind luată fără consultarea și acordul acestora;
- o serie de prevederi privind vânza-

<sup>1</sup> Este vorba de prevederea ce stabulează că cetățenii care au primit personal CP în termenii Legii nr. 58/1992 și care au participat cu unul sau mai multe astfel de CP la procesul de privatizare de masă sunt îndreptăți să primească cu titlul de dividende, sub formă de acțiuni, cota parte din veniturile cuvenite FPP-urilor până la 31 martie 1996 rezultate din dividendele încasate de la S.C. arondate, precum și din utilizarea acestor dividende și din vânzarea de acțiuni din cota aferentă fondurilor.

- rea-cumpărarea acțiunilor existente în cazul privatizării prin MEBO (dreptul de preemپtiune al membrilor PAS asupra acțiunilor, faptul că ele nu se pot transmite pe durata existenței asociației (PAS) decât în condițiile stabilite de AGA și constituirea lor drept gaj până la plata integrală către FPS a valorii negociate a acestora) ce acționează în sens limitativ în ceea ce privește transferabilitatea dreptului de proprietate și, respectiv, dreptul de dispoziție asupra acțiunilor dobândite;
- modul în care s-a hotărât lichidarea S.C. din „lista celor 17”, doar prin voința acționarului principal (FPS) și fără întrunirea AGA, deci fără posibilitatea micilor acționari ce au subscris cu titluri de privatizare la aceste societăți de a-și exprima prin vot opinia față de intenția acestuia, precum și decizia de a-i redistribui pe aceștia în alte S.C., ce constituie un alt exemplu de încălcare a drepturilor ce derivă din calitatea de acționar, dar și de lipsă a unor reglementări privind protecția acționarilor minoritari. De altfel, o astfel de practică constituie chiar o acțiune periculoasă în privința drepturilor de proprietate privată dacă avem în vedere că, prin Constituția României (art. 41, al. 1 și 2), se prevede protecția (ocrotirea) prin lege a proprietății private și garantarea dreptului de proprietate. Or, intervenția arbitrară a statului (respectiv a FPS), fără consultarea acționarilor, este un abuz, indiferent că lichidarea se impunea sau nu.

## 2.2. Structura și comportamentul acționariatului

Întrucât strategia de privatizare a S.C. combină transferul gratuit al unei părți din capitalul social al acestora cu vânzarea de către FPS a pachetului complementar de acțiuni pe care îl deține, iar procesul de privatizare este încă în curs de desfășurare, din punct de vedere al procentului de acțiuni deținute, structura acționariatului este și va fi probabil diferită de la caz la caz, putând cuprinde mai multe categorii de acționari și anume: mici acționari, acționari semnificativi (5% din totalul acțiunilor), investitori strategici (mai mult de 30% din acțiuni), acționari cu poziție de control sau minoritate de blocaj (poziție care conferă deținătorului cel puțin o treime din drepturile de vot) și acționari cu poziție majoritară (peste 50% din drepturile de vot). Dacă micii acționari există și vor exista, probabil, în toate S.C. privatizate, celealte categorii nu este obligatoriu să se regăsească pretutindeni, noua configurație a structurii de putere depinzând de nivelul subscrerii, mărimea pachetului complementar de acțiuni destinat vânzării și calitatea celui care îl va achiziționa.

În acest sens, examinarea structurii acționariatului în cazul S.C. ce au constituit eșantionul nostru de studiu<sup>1</sup> (anexa nr. 2), pune în eviden-

<sup>1</sup> Societățile comerciale care și-au manifestat disponibilitatea de a răspunde la întrebările formulate în chestionare sunt: S.C. Adesgo S.A., S.C. Apolo S.A., S.C. Armătura S.A., S.C. Carbochim S.A., S.C. Casirom S.A., S.C. Cimentul S.A., S.C. Clujana S.A., S.C. Elco S.A., S.C. Elcond S.A., S.C. Electroa-

ță o diversitate de situații și anume:

- în unele cazuri (S.C. „C”, de exemplu), acționariatul este compus din PAS ce deține poziția majoritară (45% din totalul acțiunilor), investitorul strategic (44% din totalul acțiunilor), firme private autohtone (6% din totalul acțiunilor) și SIF (5% din totalul acțiunilor);
- în alte cazuri (S.C. „A”), pachetul majoritar de acțiuni (51%) este deținut de un investitor strategic, diferență de 49% revenind micilor acționari - salariați și persoane fizice din afara întreprinderii rezultați în urma procesului de privatizare de masă (15.497 de acționari ce dețin 26,5% din totalul acțiunilor) -, FPS-ului (19%) și SIF-ului (3,5%);
- există, de asemenea, situații (S.C. „G”) în care micii acționari rezultați în urma procesului de privatizare de masă dețin poziția majoritară (59,12% din totalul acțiunilor), diferență de 40,88% revenind FPS-ului și.a.m.d.

O altă concluzie interesantă desprinsă din analiză este aceea că, alături de menținerea unor participații majoritare ale statului în 17 din S.C. investigate, caracteristica generală pentru cele 21 de S.C. ce au fost supuse procesului de privatizare de masă o constituie numărul mare al

---

parata S.A., S.C. Faur S.A., S.C. Fimaro S.A., S.C. Hapomar S.A., S.C. Industria Sârimei S.A., S.C. Pionierul S.A., S.C. Semănătoarea S.A., S.C. Sidex S.A., S.C. Sinterom S.A., S.C. Tehnofrig S.A., S.C. Tehnoton S.A., S.C. Tepro S.A., S.C. Unirea S.A., S.C. Upetrom S.A. și S.C. Vulcan S.A. Din motive de confidențialitate, în toate referirile din prezența lucrare nu se indică însă denumirea reală a acestora.

acționarilor rezultați în urma acestui proces (de ordinul zecilor de mii în zece S.C.), ale căror participații sunt însă de dimensiuni reduse, reprezentând, în medie, între 0,00007 și 0,015% din totalul acțiunilor.

Situată descrisă mai sus se regăsește, în general, în majoritatea S.C. românești supuse procesului de privatizare de masă, ceea ce ne îndreptățește să afirmăm că prin privatizarea de masă s-a creat o mare masă de mici acționari, deținători ai unui număr foarte redus de acțiuni și cu un grad de dispersie teritorială ridicat. De regulă pasivi, acești acționari sunt interesați, în principal, de obținerea de dividende și nu în consolidarea și dezvoltarea pe termen lung a întreprinderii, comportamentul dominant fiind de căutare și obținere a rentei din privatizare. Deși împreună acești acționari dețin, în unele cazuri, o mare parte din totalul acțiunilor aferente capitalului social al întreprinderilor la care au subscris (în cazul eșantionului nostru mergând până la procente cuprinse între 26,5-60% în cazul a nouă S.C.), încrucișat ei sunt foarte numeroși și dispersați, fiecare deținând, în fapt, aşa cum arătam, un număr redus de acțiuni, este greu de presupus că acest acționariat rezultat în urma procesului de privatizare de masă poate să exercite vreo influență directă asupra managementului S.C. Cel puțin într-o primă etapă, acționarii „din afara” întreprinderii (marea masă a populației ce a subscris titluri de privatizare), insuficient pregătiți, nu vor înțelege care este rolul lor și nu vor manifesta dorința de a se asocia și a-și desemna reprezentanți în AGA

sau în C.A. care să le promoveze și apere interesele, deci, practic, nu vor avea nici un fel de putere de influență și control asupra managementului întreprinderii. De altfel, această asociere și intervenție prin procură de reprezentare, care poate constitui o modalitate de transformare a micilor detinători de acțiuni din acționari „pasivi” în acționari „activi,” este dificil de realizat datorită dispersiei mari a acționarilor rezultați în urma privatizării de masă și obiectivelor diferite urmărite de fiecare dintre aceștia, dar și insuficientei cunoașterii de către marea lor majoritate a drepturilor și obligațiilor ce derivă din calitatea de acționar. Pe de altă parte, legislația în vigoare nu prevede nici ea detalii referitoare la posibilitatea de asociere a micilor acționari, după cum nu face referiri nici cu privire la pachetul de blocaj control și drepturile ce decurg din detinerea sa, protecția acționarilor minoritari etc.

În ceea ce privește acționarii salariați, rezultați fie în urma procesului de privatizare accelerată, fie al tehnicilor de tip MEBO, deși teoretic s-ar putea aprecia că ei pot exercita un control mai bun asupra managerilor întreprinderilor (sau echipelor de management) și deciziilor luate de aceștia decât acționarii din „afară” datorită accesului mai direct la informațiile necesare, riscul și inconvenientele sunt însă multiple, mai ales când este vorba de întreprinderi care înregistrează pierderi și au nevoie de aplicarea urgentă a unor strategii de restructurare care să conducă la redresarea situației.

Situată oarecum paradoxală creată în S.C. privatizate prin MEBO,

dar și în unele supuse procesului de privatizare accelerată, caracterizată prin melanjul de statute (acționar-salarariat, acționar-manager) se va repercuta, fără îndoială, cel puțin o bună perioadă de timp, negativ în plan managerial, deoarece atât pentru acționarul-salariat, cât și pentru managerul-acționar (când participația sa în acțiuni este redusă) este greu să păstreze un echilibru între obiectivele diferite ce rezultă din dubla lor calitate și totul depinde de poziția pe care se situează și la care se raportează în principal. Practic, acest melanj de statute, corespunzător unora și a celor persoane, nu face decât să îngreuneze guvernarea întreprinderilor și derularea corespunzătoare a procesului decizional, date fiind interesele deosebite asociate fiecărei calități ce se cer armonizate, creând stări confuze și uneori conflictuale.

Ca și în cazul micilor acționari „din afară” rezultați în urma procesului de privatizare de masă, unirea acționarilor-salariați în associație ar constitui, teoretic, o modalitate de a-i transforma în acționari „activi”, iar desemnarea proprietarilor reprezentanți în C.A. ar putea să mărească puterea lor de influență și control asupra managerilor întreprinderilor. PAS este el însuși un exemplu în acest sens pentru că, reprezintă associația salariaților-acționari din S.C. și are ca obiectiv susținerea intereselor lor în cadrul AGA de pe poziția pe care a reușit să o dobândească prin cumpărarea unui pachet de acțiuni.

Potrivit opiniei avansate de unii specialiști [Phelps, Frydman, Rapaczynski și Shleifer, 1993], experiența firmelor occidentale, îndeosebi

a celor din SUA, unde proprietatea angajaților este destul de extinsă, pune însă în evidență că și în cazul reprezentării salariaților-acționari în C.A., puterea lor de influență și control asupra managementului companiei rămâne nesemnificativă.

Cât privește S.C. românești privatizate prin metoda MEBO, în practică există cazuri (la S.C. Carpatex Brașov, de exemplu), când prin statutul S.C. s-a stabilit că un acționar nu poate fi împoternicit să reprezinte în AGA decât cel mult interesele altor 30 de salariați-acționari. Această situație este în dezavantajul salariaților-acționari (deținători, de regulă, fiecare în parte a unui număr redus de acțiuni) și îi favorizează pe managerii S.C. care, în unele situații, cu concentrat în mâinile lor un număr mare sau foarte mare de acțiuni, dobândind în felul acesta puteri discreționare. În același timp, rigiditățile privind vânzarea-cumpărarea acțiunilor, îngădădesc dreptul de a dispune liber asupra acestora și de a le vinde în afara întreprinderii, ca una din modalitățile de sanctiōnare a activității manageriale.

Celor prezentate se adaugă faptul că, în general, salariații-acționari nu dispun de competențele și cunoștințele necesare pentru a putea influența și controla modul de administrare și conducere al întreprinderii. Pe de altă parte, ei se pot opune achiziționării unor pachete de acțiuni de către investitorii strategici din afara întreprinderii (cum s-a și întâmplat uneori în această perioadă) sau pot determina o anumită rezervă a acestora de a cumpăra acțiuni la

întreprinderile în care salariații dețin împreună participații importante, dat fiind riscul legat de posibilitatea apariției unor conflicte de interese generate, de exemplu, de interesul salariaților-acționari de a vota pentru mărirea salariilor (chiar dacă aceasta poate reduce profitul întreprinderii și valoarea acțiunilor) sau de dorința lor de a menține neschimbată structura ocupării forței de muncă, cu toate că din punct de vedere al dezvoltării în perspectivă a sunt necesare aplicarea unor strategii de restructurare care necesită o restrângere a locurilor de muncă.

Relevante în ce privește influența diferitelor grupuri de stakeholderi asupra activității și procesului decizional al S.C. sunt rezultatele sondajului întreprins de noi. În acest sens, din examinarea răspunsurilor primite de la subiecți (anexa nr. 3) rezultă că:

- în 16 S.C. (66,7% din total), influența predominantă asupra procesului decizional aparține managerilor;
- în cinci S.C. (20,8% din total) influența cea mai mare revine fie C.A. (în cazul a patru S.C.), fie, la egalitate, C.A. și reprezentanților FPS în AGA (în cazul unei singure S.C.);
- în două S.C. (8,3% din total) influența managerilor și a reprezentanților FPS în AGA sunt egale și numai într-o singură S.C. managerii și C.A. au influență egală;
- sindicatele exercită o influență cuprinsă între 1 și 8% în zece S.C. (41,67% din total), iar salariații în doar 6 S.C. (25% din total);
- în șase S.C. (25% din total),

- procesul decizional este influențat în proporții variind de la 1% la 20% de clienți, iar în patru S.C. de furnizori, a căror pondere este apreciată a fi cuprinsă între 2-15%;
- doar în patru S.C. procesul decizional este influențat de organismele guvernamentale (FPS și minister) în proporție de 10-15% și numai în două S.C. de către bănci în proporție de 3% și respectiv 15%.
- nici unul dintre subiecți nu apreciază însă că acționarii rezultați în urma procesului de privatizare în masă au vreo influență asupra procesului decizional din întreprindere.

O imagine și mai elocventă privind influența insiderilor și outsiderilor asupra procesului decizional este oferită de luarea în considerație a proporției privatizării, modului de realizare a acesteia și structurii acționariatului (anexele nr. 2 și 3). Astfel:

- în cele 17 S.C. în care statul (FPS) continuă să dețină participații majoritare și care (cu excepția uneia, respectiv S.C. „S”, în care privatizarea s-a realizat în principal prin MEBO) s-au privatizat prin procedeul de masă (subscriere de C.P. și C.N.), influența cea mai mare asupra procesului decizional revine managerilor în marea majoritate a cazurilor (14 S.C., reprezentând 82,35% din totalul celor 17), procentele variind între 35% și 85%. Doar în cazul a două S.C. se apreciază că influența managerilor și a reprezentanților FPS în AGA sunt egale și numai într-una că managerii au o influență mai mică decât C.A. și, respectiv, reprezen-

- tanții FPS în AGA;
- influența predominantă a managerilor se regăsește și în cazul celor două S.C. („E” și „F”) privatizate în proporție de 100% prin MEBO, unde PAS deține întregul pachet de acțiuni;
- situată este diferită în cazul a patru S.C. („A”, „B”, „C” și „D”) în care, alături de PAS sau de acționarii rezultați în urma procesului de privatizare de masă, există fie un investitor strategic (două S.C.), fie alți acționari din afara (firme, bănci, instituții străine, fonduri de investiții etc.) care dețin un procent majoritar sau semnificativ de acțiuni (două S.C.), unde influența managerilor este mai mică (în trei S.C.) sau cel mult egală a C.A. (o singură S.C.);
- exceptie de la aceste situații „generice” face doar o singură S.C. („G”) care, deși privatizată în proporție de 59,12% prin subscriere de C.P. și C.N., faptul că din C.A. fac parte și reprezentanți din afara S.C., precum și ai salariaților (alături de cei ai FPS) face ca influența acestuia să fie mai mare decât cea a managerilor.

Din această succintă prezentare a impactului privatizării asupra structurii și comportamentului acționariatului rezultă că, în urma procesului de privatizare, mai ales a celui de masă, în condițiile unui acționariat atomizat, nepregătit și dezinteresat în întreprinderile românești a crescut rolul insiderilor și îndeosebi al managerilor în raport cu ceilalți acționari, cu excepția acelor întreprinderi în care investitorii strategici sau

alte categorii de acționari din afara lor dețin participații importante.

În afara cazurilor în care managerii dețin participații în acțiuni suficient de importante pentru a fi interesați de dezvoltarea în perspectivă a întreprinderilor, în rest, această autonomie extinsă a insiderilor și mai ales puterea aproape absolută a managerilor poate avea (în ciuda prevederilor contractului de management) efecte nefavorabile asupra activității și evoluției lor și, pe cale de consecință, asupra perspectivelor de ansamblu ale economiei naționale, date fiind interesele diferite ale acestora în raport cu cele ale acționarilor și, implicit, discrepanța între ceea ce reprezintă optimul economic pentru cele două categorii de „actori”, pe de o parte, iar, pe de alta, orizontul diferit de timp avut în vedere de fiecare dintre aceștia, respectiv înclinația către termenul scurt a managerilor, spre deosebire de acționari care vizează un orizont de timp practic nelimitat.

Coroborat cu definirea imprecisă a drepturilor de proprietate și menținerea unor participații importante ale statului în multe întreprinderi, creșterea rolului și puterii insiderilor generează sau poate genera un set de stimulente și comportamente ce sunt serios dăunătoare atât în raport cu interesele celorlalți acționari, cât și în ceea ce privește derularea procesului de reformă economică, în cadrul căruia privatizarea și restructurarea reprezintă obiective stringente. Consecințele apărute deja sunt:

- abuzul de putere și luarea de către manageri și/sau stat (respectiv

reprezentanții acestuia) a unor decizii dictate de propriile interese ce sunt prezentate ca fiind în interesul S.C. sau al celorlalte categorii de acționari (cazul contracțelor de asociere la S.C. Neptun, modul în care s-a hotărât lichidarea S.C. din „lista celor 17”, respectiv doar prin voința acționarului majoritar și.a.);

- încercări de deviere a resurselor întreprinderilor pentru utilizări particulare în folosul managerilor sau al altor grupuri de interese cu care aceștia s-au aliat;
- orientarea cu predilecție a managerilor către problemele ce vizează activitatea pe termen scurt și managementul operațional, în detrimentul preocupărilor privind evoluția în perspectivă a întreprinderilor, modernizarea, restructurația și retehnologizarea acestora;
- decapitalizarea întreprinderilor și creșterea datorilor acestora față de terți pentru acoperirea cheltuielilor prezente și satisfacerea revendicărilor salariale;
- manifestarea unor tendințe de politicizare excesivă a deciziilor în întreprinderile în care statul este acționar majoritar care, potrivit aprecierii specialiștilor [Zaman, 1998a, p. 11] se dovedesc a fi contraproductive în planul performanțelor economice și al promovării mecanismelor de piață etc.

Consecințelor prezentate se adaugă calitatea inadecvată a prestației manageriale în multe întreprinderi, fapt ce mărește impactul negativ al creșterii puterii managerilor asupra evoluției lor profitabile pe termen

mediu și lung și a asigurării unei bune guvernări corporative.

În acest sens, o serie de cercetări întreprinse de noi [Naneș, 1998, p. 115-191] au condus la concluzia că evoluția și funcționalitatea întreprinderilor românești au atât o determinare contextuală, fiind influențată de mutațiile ce au avut loc în mediu lor de exterior odată cu schimbarea de sistem, cât și managerială, fenomen pus în evidență de existența unor diferențe, uneori apreciabile, între performanțele economico-financiare nu numai în cazul întreprinderilor ce acționează în condiții de micro-mediu diferite (piată, ramură sau subramură industrială etc.), ci și al celor ce acționează în aceeași ramură sau subramură de activitate și pe aceleași segmente de piată.

La rândul său, analiza efectuată de FPS pe un eșantion de 509 S.C. privatizate în 1994 relevă că deși, pe ansamblu, privatizarea a condus la unele rezultate pozitive, pe grupe de întreprinderi există însă diferențe semnificative în sensul că, alături de S.C. care și-au îmbunătățit performanțele postprivatizare, există și S.C. care și-au menținut nivelul anterior sau, dimpotrivă, după privatizare au înregistrat o diminuare a profitabilității sau chiar pierderi [FPS, 1996, p. 4-16]. Aceasta denotă că, în contextul economiei românești, marcată de puternice dezechilibre și decorelări (economice, financiare, legislative etc.), privatizarea, în lipsa unui management performant (bazat pe capacitate de previziune și asumarea riscului) și a unui sistem eficient de guvernare corporativă nu a condus

întotdeauna la performanță.

### **3. Concluzii, reflectii și oportunități**

Prin prisma analizelor întreprinse în paragrafele anterioare se poate aprecia că, în pofida transformărilor care au avut loc în economia românească ca urmare a înaintării către o nouă structură de proprietate, încă nu se poate vorbi de o guvernare corporativă reală și eficientă, care să asigure protejarea și armonizarea intereselor „actorilor” din interiorul și exteriorul întreprinderilor și, implicit, un control adecvat asupra managementului acestora.

Situată, așa cum este reflectată de rezultatele cercetărilor noastre (inclusiv a sondajului efectuat), este determinată de un complex de cauze și anume: neclarificarea în totalitate a drepturilor de proprietate; existența unui acționariat numeros, dispersat, relativ pasiv și dezinteresat, cu putere redusă de influență asupra managementului întreprinderilor; statutul ambiguu al unor acționari (acționar-salariat, manager-acționar), ce poate determina o contrapunere de interese; menținerea unor participații importante ale statului în cazul multor întreprinderi și exercitarea adesea necorespunzătoare de către acesta a prerogativelor ce îi revin în calitate de acționar majoritar și a.

Acestor cauze, ce derivă din schemele de privatizare utilizate și modul de derulare a acestui proces complex, se adaugă și altele asociate manierei în care au fost proiectate și implementate diferitele programe de reformă și impactului pe care acestea

le-au avut asupra mediului economic românesc și anume: caracterul încă emergent al pieței de capital, caracterizată prin lichiditate redusă și existența unui sistem bursier și extrabursier cu o evoluție relativ neattractivă și oscilantă; implicarea modestă a sistemului bancar în guvernarea corporativă și neutilizarea de către acesta a unor instrumente adecvate și eficiente de control și monitorizare a activității firmelor pe care le creditează; caracterul încă debil al mediului concurențial s.a.

Cel puțin până în prezent, în România, ca de altfel în majoritatea țărilor în tranziție din Europa Centrală și de Est, nu se poate vorbi, practic, de un anume model de guvernare corporativă (modelul anglo-american sau cel germano-japonez), evoluția de până acum punând în evidență existența unor elemente aparținând ambelor modele prezente în economiile occidentale. În acest cadru, caracteristica principală o constituie faptul că, în urma procesului de privatizare și cu deosebire a celui de masă, în condițiile unui acționariat atomizat și cu slabă influență asupra managementului S.C., pe de o parte, iar pe de alta, a exercitării adesea necorespunzătoare de către stat a atribuțiilor ce îi revin în calitate de acționar majoritar al multor S.C., în întreprinderile românești a crescut rolul insiderilor și îndeosebi puterea managerilor în raport cu ceilalți acționari, ei exercitând *de facto*, un control apreciabil asupra întreprinderilor și procesului decizional, cu excepția celor întreprinderi, relativ puține la număr, în care investitorii strategici

sau alte categorii de acționari din afara întreprinderii dețin participații importante de acțiuni. Or, în contextul lacunelor legislative existente și al definirii imprecise a drepturilor de proprietate, al asimetriei informației și slăbiciunii concurenței, precum și al fragilității instituțiilor de piată și lipsei unor mecanisme adecvate care să autorizeze și promoveze controlul diferitelor outsideri asupra activității și managementului întreprinderilor, această putere extinsă a managerilor și comportamentele inadecvate și contraproductive pe care le generează este la fel de neficientă din punct de vedere al echilibrului sistemului, al armonizării diferitelor categorii de interes și al alocării optimale a resurselor ca și controlul exercitat de outsiderul autocratic.

Toate acestea fac ca în România, ca și în alte țări din zonă, dimensiunea controlului corporativ și, în consecință, găsirea structurilor și mecanismelor adecvate de guvernare pentru întreprinderile privatizate sau privatizabile să fie deosebit de importantă pentru relansarea economică și succesul tranziției la economia de piată, pentru realizarea rolului și finalităților ce revin întreprinderilor și care sunt nu numai economice, tehnice și tehnologice, ci și de creativitate și progres.

Pentru economia românească, crearea unui sistem adecvat și eficient de guvernare corporativă necesită:

- a) clarificarea drepturilor de proprietate în spiritul dreptății și justiției sociale și asigurarea condițiilor pentru ca deținătorii

lor să beneficieze de toate prerogativele ce decurg din acestea - problemă deosebit de importantă înțând cont de neclaritățile existente, precum și de faptul că, după cum o dovedește experiența țărilor dezvoltate cu economie de piață, stabilirea clară și respectarea dreptului de proprietate constituie premisa și condiția indispensabilă pentru manifestarea unui comportament economic rațional și realizarea unui control corporativ eficient, pentru promovarea competiției și stimularea performanțelor economico-social. Aceasta presupune:

- reglementarea problemelor referitoare la compensarea parțială a persoanelor care au suferit prejudicii materiale prin actele de naționalizare adoptate de statul român în anii 1948-1949;
- repartizarea către populație, sub formă de acțiuni, a 30% din capitalul social al R.A. în cazul privatizării lor;
- soluționarea problemelor și litigiilor privind dreptul de proprietate asupra clădirilor sau terenurilor existente între S.C. cu capital de stat sau între acestea și administrația locală sau persoane private;
- b) îmbunătățirea cadrului legislativ existent prin:
  - includerea unor reglementări care să țină seama de existența și interesele acționarilor rezultat în urma PPM;
- clarificarea cadrului legal specific privatizării unora din societăților naționale rezultate din reorganizarea R.A;
- precizarea responsabilităților S.C. ce operează cu bunuri publice și a relațiilor lor cu autoritățile centrale și locale;
- completarea cu reglementări specifice care să limiteze practicile monopoliste și concurența nelocală, pentru a evita substituirea, prin procesul de privatizare, a vechilor monopoluri de stat cu noi monopoluri private, la fel de periculoase din punct de vedere al îngădirii concurenței;
- c) abordarea privatizării prin precizarea cu claritate și luarea în considerație a obiectivelor prioritare (generale și specifice, economice, sociale și politice) ce se urmăresc să atinse prin înfăptuirea sa, pentru că, de acord cu alți specialiști [Zaman, 1998b, p. 15], privatizarea nu trebuie concepută ca un scop în sine, ci ca un mijloc, ca o cale menită să contribuie la crearea unui nou mediu economic și a mecanismelor specifice economiei de piață, la promovarea competiției între agenții economici, la realizarea unor structuri eficiente de proprietate și guvernare corporativă, compatibile cu cele din țările dezvoltate și, desigur, nu în ultimă instanță, la obținerea unor performanțe economice superioare și realizarea unei creșteri economice durabile.

În acest context considerăm că înaintarea către o nouă structură de proprietate și asigurarea pe această bază a condițiilor necesare creării și funcționării unui sistem eficient de guvernare corporativă presupune:

- intensificarea acțiunilor în vederea atragerii unor investitori strategici interesați nu de achiziționarea în scopuri speculative a pachetelor de acțiuni deținute încă de FPS, ci de dezvoltarea în perspectivă a S.C. care să asigure, în virtutea drepturilor lor de proprietari, un control eficient asupra managerilor și deciziilor adoptate de aceștia, ceea ce implică:
  - stabilirea unui regim juridic nediscriminatoriu și unitar cu privire la investitorii străini și autohtoni, precum și înlăturarea barierelor birocratice existente;
  - accordarea, în cazuri temeinic justificate economic și după o analiză riguroasă a bonității cumpărătorului și a capacitatei sale investiționale, a unora din facilitățile prevăzute de actualul cadru legal, cum sunt cele privind plata în rate sau vânzarea în condiții avantajoase de preț (sau la un preț „simbolic”, cum este denumită) și includerea de clauze asiguratorii privind plata datorilor S.C. și realizarea de investiții post-privatizare de către noul proprietar;
- diversificarea în continuare a metodelor de vânzare a acțiunilor întreprinderilor deținute de FPS, concomitent cu utilizarea flexibilă și adăvarea în mai mare măsură a diferitelor metode și tehnici de privatizare la specificul societăților ce urmează a fi privatizate. În acest sens, considerăm că ar trebui să se acorde mai mare atenție următoarelor aspecte:
  - aplicarea (îndeosebi în cazul S.C. de mari dimensiuni) a unor metode combinate de privatizare prin care să se înceerce, pe de o parte, crearea unui „nucleu dur” al actionariatului în vederea fluidizării procesului decizional și realizării unui control mai eficient asupra activității întreprinderii, iar, pe de alta, atragerea managerilor și salariaților în procesul de privatizare prin oferirea de pachete minoritare de acțiuni, ca modalitate de creștere a motivației pentru implicarea responsabilă în activitatea firmelor și aderarea la obiectivele strategice ale acestora;
  - extinderea tranzacționărilor pe piața de capital (bursieră și extrabursieră) a unor pachete de acțiuni ale S.C. - deținute încă de FPS -, cu luarea în considerare a conjuncturii economice și a capacitatii de absorbție a pieței;
  - recurgerea la oferte publice initiale (*initial public offering*) de acțiuni pe piața bursieră și extrabursieră în vederea măririi capitalului social al S.C. prin adiție de capital privat, metodă de privatizare indirectă prin care se poate asigura capitalului privat pachete semnificative de acțiuni sau pachete de control. Potrivit aprecierii specialiștilor

- [Zaman, 1998c, p. 12], această metodă ar putea fi utilizată în cazul S.C. de dimensiuni mici și mijlocii la care statul dorește să rămână în continuare acționar și/sau investitorul privat este interesat să-l aibă pe acesta ca partener, privatizarea netrebuind abordată neapărat ca o contrapunere a sectorului privat și de stat, ci din perspectiva efectelor asupra profitabilității întreprinderilor și a creșterii economice, ceea ce nu exclude, după cum o dovedește exemplul economiilor mixte din unele țări dezvoltate, coexistența eficientă a celor două sectoare;
- conversia în acțiuni a datoriilor S.C. către creditorii autohtoni și străini nerambursate la scadență, metodă (prevăzută, de altfel, de O.G. nr. 10 din 22 aprilie 1997 și utilizată cu titlu experimental de FPS în anul 1998) ce poate contribui la diminuarea blocajului financiar din economie, precum și la reducerea ponderii datoriei externe;
  - abordarea lichidării nu ca un scop în sine, ci ca o ultimă soluție în procesul de privatizare/restructurare, bazată pe o analiză-diagnostic temeinică și realistă a situației interne și externe în prezent și în perspectivă a respectivelor întreprinderi și a legăturilor în amonte și aval ale acestora, precum și pe luarea în considerație a efectelor sale propagate în plan economic și social și, nu în ultimă instanță, a obiectivelor și parametrilor strate-
- giei naționale privind structura de ramură și subramură.
- elaborarea unor reglementări mai precise cu privire la realizarea investițiilor de portofoliu;
  - d) transformarea contractului de management într-un instrument de stimulare, motivare și orientare a managerilor în vederea satisfacerii intereselor acționarilor și a asigurării dezvoltării pe termen lung a întreprinderii, dar și de control al activității desfășurate de aceștia și de sancționare a lipsei de profesionalism managerial, ceea ce presupune atât mai buna precizare a drepturilor și obligațiilor părților contractante, cât și întărirea răspunderii personale a managerilor (materiale și civile) pentru bunul mers al activității, precum și a reprezentanților FPS în cazul întreprinderilor în care statul este încă acționar majoritar;
  - e) îmbunătățirea componenței și activității consiliilor de administrație pentru a întări controlul intern asupra managementului, în care sens, o atenție deosebită trebuie acordată (mai ales în cazul S.C. în care statul este acționar majoritar) selectării și numirii în aceste organisme a persoanelor cu solidă pregătire profesională și care dispun de o bună cunoaștere a specificului activității întreprinderii și a sectorului din care aceasta face parte;
  - f) transformarea băncilor în puncte de sprijin ale privatizării și

guvernării corporative ceea ce implică: accelerarea procesului de privatizare a băncilor de stat; participarea băncilor la procesul de privatizare a întreprinderilor și oferirea posibilității deținerii de către acestea a unor pachete semnificative sau majoritate de acțiuni; flexibilizarea mecanismului de creditare și utilizarea creditului ca una din pârghiile de orientare a întreprinderilor și de monitorizare a performanțelor acestora; promovarea competiției în domeniul bancar; îmbunătățirea supravegherii prudentiale a activității bancare și asanarea sistemului bancar, cu accent pe sprijinirea băncilor aflate în dificultate și introducerea procedurii de faliment pentru cele imposibil de reabilitat; creșterea eficienței manageriale în sistemul bancar printr-o mai bună selecție a personalului și cu deosebire a celui din structurile de conducere a băncilor, exercitarea unui control mai riguros asupra derulării operațiunilor bancare, îmbunătățirea cadrului organizațional și a sistemului informational și contabil etc.

g) creșterea rolului investitorilor instituționali în procesul de privatizare și guvernare corporativă (SIF-uri, fonduri mutuale și de pensii, societăți de asigurări) și reglementarea mai precisă a modalităților de intervenție și funcționare a acestora pentru a proteja persoanele care vor să investească în fondurile de

investiții, precum și participațiile minoritare în întreprinderile în care aceste instituții de intermediere dețin o parte importantă de capital. În esență, aceasta presupune:

- clarificarea unor probleme legate de statutul și funcționarea SIF-urilor pe piața de capital, respectiv reglementarea rolului acestora de investitori instituționali sau strategici și a modului în care gestionează participațiile lor de portofoliu;
- dezvoltarea și reabilitarea fondurilor mutuale de investiții, concomitent cu stimularea și motivarea acestora pentru orientarea în mai mare măsură către achiziționarea de acțiuni ale S.C. (ca premişă pentru implicarea lor mai activă în controlul corporativ și restrângerea specificului monetar al investițiilor realizate de ele) și supravegherea mai atentă a activității acestor instituții de intermediere financiară pentru a preîntâmpina apariția din partea lor a unor proceduri neortodoxe de operare pe piața de capital;
- accelerarea procesului de constituire a fondurilor de pensii cu caracter privat, stimularea concurenței dintre ele și reglementarea aspectelor legate de rolul și funcționarea acestora, pentru a evita politicarea excesivă și/sau transformarea lor în subiect al presiunii diferitelor grupuri de

- interese, respectiv utilizarea investițiilor în aceste fonduri în folosul unora sau altora dintre aceste grupuri (manageri, sindicate, stat etc.), fenomen care se întâlnește și în practica unora din țările occidentale;
- h) dezvoltarea și întărirea pieței de capital, în care sens este de dorit ca preocuparea factorilor de decizie să se concentreze către: stimularea întreprinderilor pentru cotarea acțiunilor la burse de valori și participarea cu emisiuni de acțiuni pe piața de capital; atragerea investitorilor autohtoni și străini și sprijinirea firmelor ce doresc să mobilizeze fonduri prin intermediul pieței de capital, ceea ce ar impulsiona tranzacțiile bursiere; motivația investitorilor instituționali în vederea implicării mai active în tranzacțiile efectuate pe această piață; creșterea transparentei informațiilor oferite de piața de capital; crearea unor instrumente adecvate de control și supraveghere a tranzacțiilor de pe piața bursieră și mai ales extrabursieră, în vederea evitării preluării frauduloase a pachetului de control al S.C.;
  - i) consolidarea mediului concurențial printr-o politică adecvată în domeniu, care să promoveze competiția loială între agenții economici, să limiteze și să sanctioneze practicile anticoncurențiale (concurrentă neloială, abuzul de poziția dominantă, înțelegeri mai mult sau mai puțin tacite etc.) și, în același timp, să

favorizeze în mai mare măsură libera intrare și ieșire de pe piață a întreprinderilor, care, în opinia noastră, constituie o modalitate indirectă de îmbunătățire a sistemului de guvernare corporativă din economia românească;

- j) abordarea mai nuanțată a problematicii rolului și funcțiilor statului, precum și a raporturilor sale cu ceilalți agenți economici.

Adevărată poziție a statului trebuie să fie aceea de stat-partener, cu rol activ și pozitiv în viața economică, precum și în modelarea comportamentului întreprinderilor, dar și cu responsabilități și funcții specifice, ale cărui acțiuni vin să completeze, corecteze și înălăture unele din imperfecțiunile pieței, asigurând condițiile și cadrul de funcționare al acesteia și nicidcum să se substitue mecanismelor de piață. Având de îndeplinit anumite funcții față de colectivitate, statul trebuie să fie interesat în buna funcționare a întreprinderilor, lui neputându-i fi indiferente dificultățile pe care le întâmpină acestea și care pot genera dezechilibre la nivelul întregii economii. Prin urmare, oricât de liberală ar fi o economie, statul, respectiv guvernul, nu poate asista impasibil la ruinarea întreprinderilor și cu atât mai puțin a celor din ramurile strategice, de interes național. Exemplul firmei americane Chrysler, care a fost salvată la începutul anilor '90 de la un faliment imminent prin intervenția statului (cifrată la mai multe miliarde de dolari) este credem elocvent în acest sens.

În prezent, guvernarea corporativă și infrastructura sa specifică, capabilă să asigure un control eficient asupra întreprinderii și a managementului acesteia, constituie subiectul unor ample cercetări atât în țările occidentale cât și în cele est-europene, iar părerile avansate cu privire la mijlocul de aranjamente instituționale cel mai adecvat, mai ales în cazul țărilor în tranziție, sunt diferite. Astfel, potrivit opiniei unor specialiști [Phelps, Frydman, Rapaczynski și Shleifer, 1993], bursele de valori aflate încă în curs de constituire și experimentare în unele din aceste țări nu vor avea, cel puțin în viitorul apropiat, un rol foarte important în asigurarea controlului exercitat din afara întreprinderii datorită caracterului infantil al piețelor de capital. Același lucru se preconizează și în ceea ce privesc aşa numitele „preluări ostile” (hostile takeover), metode de control agresiv ce joacă un rol deosebit în disciplinarea comportamentului managerilor în țările occidentale. În schimb, se apreciază că unul din instrumentele cele mai eficiente de guvernare corporativă și de control al outsiderilor l-ar putea reprezenta creșterea rolului fondurilor de investiții și al băncilor, care ar putea deveni cheia de boltă a repartiției capitalului și a administrației eficiente a întreprinderilor în această perioadă de tranziție și ulterior. Alte organisme (Banca Mondială, de exemplu) consideră că influența acestor instituții se va diminua rapid, pe măsura creșterii interesului investitorilor strategici (autohtoni sau străini) pentru cumpărarea unor participații majoritare. În fine, un alt mecanism eficient de motivare

a managerilor și de orientare a acestora către evoluția pe termen lung a întreprinderii este considerat a fi detinerea de către aceștia a unor pachete semnificative de acțiuni.

Fiecare dintre aceste variante comportă avantaje dar și riscuri. Așa cum cine îi controlează pe controlorii (cazul intermediarilor financiari, de exemplu) este o problemă la care se pare că încă nu s-a găsit un răspuns adecvat. Supravegherea intermediarilor financiari pune, deci, cu atât mai multe probleme într-o economie în tranziție cum este cea românească unde normele de divulgare a informației și responsabilitatea fiduciară sunt mai puțin riguroase, iar instituțiile de supraveghere și mecanismele de control dezvoltate de acestea sunt încă insuficiente rodate. Pe de altă parte, în condițiile în care nu există deținători de acțiuni autohtoni suficient de importanți, este posibil ca investitorii străini să devină, practic, incontrolabili în ce privește modul de administrare a întreprinderilor, mai ales ținând cont de lacunele legislative cu privire la protecția acționarilor minoritari.

Prin urmare, problema guvernării corporative trebuie încă serios studiată pentru a găsi modelul cel mai eficient de realizare a sa, compatibil cu particularitățile economiei noastre naționale. Aceasta întrucât, implantarea uneia sau altuia din modelele tradiționale, fără a ține seama de contextul specific al tranziției, poate să aducă mai multe daune decât beneficii din cel puțin următoarele două motive:

- logica oricărui sistem de guvernare corporativă este un rezultat al istoriei și, spre deosebire de alte me-

canisme, acesta nu poate fi „transportat” ușor sau în orice condiții dintr-o țară în alta. El implică o infrastructură instituțională și un cadru legal specific, experiență și know-how care fac posibil ca indivizi și instituțiile să-și exercite drepturile lor. Toate acestea sunt intercorelate într-o manieră specifică care formează idiosincrasia diferitelor modele de guvernare corporativă. De aceea, a copia și/sau crea una din părți (bursa, de exemplu) fără existența celorlalte componente ale sistemului (drepturi de proprietate bine definite, de pildă) nu conduce la efectul scontat sau la performanța care este asociată, de regulă, respectivului

model în țara de origine;  
 • însăși anumite trăsături de fond ale unor modele (sisteme) de guvernare corporativă sunt în prezent reevaluate, iar unele probabil vor dispare sub presiunea externă sau ca urmare a evoluției în structura politică a diferitelor țări. Așa de exemplu, sistemul „băncii principale” din modelul japonez a fost recent criticat pentru eficiența sa redusă de a guverna întreprinderile după începutul anilor '80 și, potrivit opiniei unor specialiști occidentali [Richet, 1998], în viitorul apropiat este posibil ca anumite trăsături ale sistemului japonez de guvernare corporativă să se schimbe în măsură însemnată.

#### Anexa nr. 1

##### Evoluția privatizării în perioada 01.12.1992 - semestrul I 1999

Anul	Număr societăți				Capital social (mld. lei)			Capital social vândut (mld. lei)				
	Total	S.C. Mari	S.C. Mijlocii	S.C. Mici	Total	S.C. Mari	S.C. Mijlocii	S.C. Mici	Total	S.C. Mari	S.C. Mijlocii	S.C. Mici
1992	1	0	0	1	0,18	0,0	0,0	0,18	0,13	0,00	0,00	0,13
1993	264	2	24	238	63,8	10,5	21,9	31,4	44,62	7,36	15,30	21,96
1994	595	13	110	472	511,4	123,0	299,0	89,4	348,51	85,66	200,3	62,55
1995	620	29	269	322	3160,0	1084,0	1842,0	234,0	1840,3	595,8	1100,0	144,5
1996	1245	25	236	984	3022,0	992,0	1605,0	425,0	1337,0	472,7	676,2	188,1
1997	1163	46	165	952	4236,0	2788,0	1063,0	385,0	2166,2	1555,0	458,8	152,4
1998	1267	79	276	912	8468,97	6061,58	1837,21	570,18	3915,88	2444,85	1123,89	347,14
<b>TOTAL 1992-1998</b>	<b>5155</b>	<b>194</b>	<b>1080</b>	<b>3881</b>	<b>19462,35</b>	<b>11059,08</b>	<b>6668,11</b>	<b>1735,16</b>	<b>9652,64</b>	<b>5161,37</b>	<b>3574,49</b>	<b>916,78</b>
Sem. I 1999	1106	67	385	654	7322,41	4096,27	2682,26	543,88	4731,32	2615,16	1748,54	767,62

Sursa: FPS - Raport preliminar de activitate pe anul 1997; Raport privind realizarea programului de privatizare și restructurare a societăților comerciale din portofoliul FPS în anul 1998; Date de sinteză semestrul I 1999.

**Anexa nr. 2**

**Proportia privatizării și structura acționariatului în S.C. ce au făcut obiectul sondajului**

	S.C. „A”	S.C. „B”	S.C. „C”	S.C. „D”	S.C. „E”	S.C. „F”	S.C. „G”	S.C. „H”
<b>I. Structura acționariatului (% din totalul acțiunilor aferente capitalului social)</b>								
1. FPS	19,9	0,2					40,88	7,31
2. FPP (SIF)	3,49		5,0					22,86
3. PAS - total, din care:			45,0	40,0	100,0	100,0		
- Manageri				1,3	20,0	28,43		
- Salariați (actuali + foști)				38,7	80,0	68,26		
- Membri AGA						3,31		
4. Fonduri de investiții + alți intermediari financiari				0,7				
5. Firme private autohtone			6,0					
6. Acționari PPM, din care:	26,5	60,0		30,2			59,12	3,83
- Salariați ai S.C.	...	12,0		...			2,03	...
7. Firme, bănci, instituții străine		28,5		29,1				
8. Investitori strategici	51,0		44,0					
9. Manager general	0,01	0,03						
10. Acționari prin ofertă publică								
11. Persoane fizice + juridice		11,27						
12. Acționari salariați prin participare la majorarea capitalului social								
<b>II. Proportia privatizării (% din capitalul social)</b>								
III. Număr total de acționari, din care:	13500	21548	...	5995	2000	313	25707	13511
1. Acționari PPM, din care:	13494	21500	...	4952			25706	13509
- Salariați ai S.C.	...	4000	...	...	1996	305	885	...
2. FPS	1	1					1	1
3. FPP (SIF)	1		1					1
4. PAS - Total, din care:			...	1016	2000	313		
- Manageri				6	4	4		
- Salariați				1010	1996	305		
- Membri AGA						4		
5. Investitori strategici	1		1					
6. Manager general sau echipa de management	3	3						
7. Acționari prin ofertă publică								

	S.C. „A”	S.C. „B”	S.C. „C”	S.C. „D”	S.C. „E”	S.C. „F”	S.C. „G”	S.C. „H”
8. Firme, bănci, instituții străine		3		20				
9. Persoane fizice + juridice		41						
10. Fonduri de investiții + alți intermediari financiari				7				
11. Firme private autohtone			1					
12. Acționari salariați prin participare la majorarea capitalului social								

	S.C. „I”	S.C. „J”	S.C. „K”	S.C. „L”	S.C. „M”	S.C. „N”	S.C. „O”	S.C. „P”
<b>I. Structura acționariatului (% din totalul acțiunilor aferente capitalului social)</b>								
1. FPS	56,71	67,93	50,98	69,997	69,995	65,43	74,5	70,0
2. FPP (SIF)				21,481	25,82		16,32	24,69
3. PAS - total, din care:								
- Manageri								
- Salariați (actuali + foști)								
- Membri AGA								
4. Fonduri de investiții + alți intermediari financiari								
5. Firme private autohtone								
6. Acționari PPM, din care:	43,29	32,06	49,0	8,519	4,181	15,55	9,18	5,31
- Salariați ai S.C.	...	...	...	...	1,545	...	...	...
7. Firme, bănci, instituții străine								
8. Investitori strategici								
9. Manager general		0,01	0,02	0,003	0,004	0,03		
10. Acționari prin ofertă publică						18,99		
11. Persoane fizice + juridice								
12. Acționari salariați prin participare la majorarea capitalului social								
<b>II. Proportia privatizării (% din capitalul social)</b>								
III. Număr total de acționari, din care:	3286 3	9863	8539	10488	603	10605	1382	6772
1. Acționari PPM, din care:	3286 2	9861	8537	10485	600	...	1380	6770
- Salariați ai S.C.	...	...	...	...	222	...	...	...
2. FPS	1	1	1	1	1	1	1	1
3. FPP (SIF)					1	1		1

	S.C. „I”	S.C. „J”	S.C. „K”	S.C. „L”	S.C. „M”	S.C. „N”	S.C. „O”	S.C. „P”
4. PAS - total, din care:								
- Manageri								
- Salariați								
- Membri AGA								
5. Investitori strategici								
6. Manager general sau echipa de management		1	1	1	1	3		
7. Acționari prin ofertă publică						...		
8. Firme, bănci, instituții străine								
9. Persoane fizice + juridice								
10. Fonduri de investiții + alți intermediari financiari								
11. Firme private autohtone								
12. Acționari salariați prin participare la majorarea capitalului social								

	S.C. „R”	S.C. „S”	S.C. „T”	S.C. „U”	S.C. „V”	S.C. „X”	S.C. „Y”	S.C. „Z”
I. Structura acționariatului (% din totalul acțiunilor aferente capitalului social)								
1. FPS	69,998	57,51	69,697	70,01	70,0	50,982	51,16	69,992
2. FPP (SIF)	25,224	2,44	12,43	14,86	23,0		0,395	27,496
3. PAS - total, din care:		32,08						
- Manageri		1,83						
- Salariați (actuali + foști)		30,25						
- Membri AGA								
4. Fonduri de investiții + alți intermediari financiari		4,38						
5. Firme private autohtone						0,135		
6. Acționari PPM, din care:	4,776	1,46	17,57	15,13	7,0	48,883	48,332	2,504
- Salariați ai S.C.	...	...	...	....	6,4	3,122	...	2,504
7. Firme, bănci, instituții străine								
8. Investitori strategici								
9. Manager general	0,002		0,003			0,113	0,008	
10. Acționari prin ofertă publică								
11. Persoane fizice + juridice								
12. Acționari salariați prin participare la majorarea capitalului social		2,13						

	S.C. „R”	S.C. „S”	S.C. „T”	S.C. „U”	S.C. „V”	S.C. „X”	S.C. „Y”	S.C. „Z”
<b>II. Proportia privatizării (%) din capitalul social)</b>	4,778	40,05	17,573	15,13	7,0	49,018	48,445	2,512
<b>III. Număr total de actionari, din care:</b>	70600	4771*	5019	2101	...	20518	3232	2246
1. Acționari PPM, din care:	70597	515	5016	2099	...	20512	3229	2243
- salariați ai S.C.	...	...	...	...	...	1293	...	2243
2. FPS	1	1	1	1	1	1	1	1
3. FPP (SIF)	1	1	1	1	1	1	1	1
4. PAS - total, din care:		2785						
- Manageri		1						
- Salariați		2783						
- Membri AGA		1						
5. Investitori strategici								
6. Manager general sau echipa de management	1		1				1	1
7. Acționari prin ofertă publică								
8. Firme, bănci, instituții străine								
9. Persoane fizice + juridice								
10. Fonduri de investiții + alți intermediari financiari								
11. Firme private autohtone						5		
12. Actionari salariați prin participare la majorarea capitalului social		3268						

Notă: \* numărul total al acționarilor nu concordă cu distribuția pe categorii deoarece ultima grupă (12) include și salariați care au participat la celelalte forme de privatizare.

... = lipsă date

### Anexa nr. 3

#### Influența diferenților „actori” și grupuri de stakeholderi asupra procesului decizional

	S.C. „A”	S.C. „B”	S.C. „C”	S.C. „D”	S.C. „E”	S.C. „F”	S.C. „G”	S.C. „H”	S.C. „I”	S.C. „J”	S.C. „K”	S.C. „L”
1. Consiliul de Administrație	70	50	50	35	30	20	65	25	40			
2. Manageri	20	40	50	33	50	80	30	55	20	50	90	60
3. Reprezentanți FPS + SIF în AGA	10							15	40	50	10	15
4. Guvern (Ministere, FPS etc.)				10								
5. Clienti		2		7			1					10

	S.C. „A”	S.C. „B”	S.C. „C”	S.C. „D”	S.C. „E”	S.C. „F”	S.C. „G”	S.C. „H”	S.C. „I”	S.C. „J”	S.C. „K”	S.C. „L”
6. Sindicate		7		5	8		1	5				5
7. Salariați		1		3	8		1					
8. Bănci				3								
9. Furnizori				2			2					10
10. Forțe politice				2								
11. Actionari												
12. Alții					4							

	S.C. „M”	S.C. „N”	S.C. „O”	S.C. „P”	S.C. „R”	S.C. „S”	S.C. „T”	S.C. „U”	S.C. „V”	S.C. „X”	S.C. „Y”	S.C. „Z”
1. Consiliul de Administrație												
2. Manageri	68	50	60	85	70	60	80	70	75	32	35	70
3. Reprezentanți FPS + SIF în AGA	20	50	40	10	30	40	18	30	15	23	25	30
4. Guvern (Ministere, FPS etc.)	10									10	15	
5. Clienti										20	10	
6. Sindicate	2			5			1		3			
7. Salariați							1		7			
8. Bănci										15		
9. Furnizori										15		
10. Forțe politice												
11. Actionari												
12. Alții												

## Bibliografie

- Banque Mondiale [1996], De l'économie planifiée à l'économie de marché. Rapport sur le développement dans le monde, Washington.
- Fondul Proprietății de Stat [1996], Evoluția economică și finanțiară a societăților privatizate de Fondul Proprietății de Stat în anul 1993.
- Geffre, X. [1985], L'évolution des activités publiques, în: Recherches économiques et sociales, nr. 13.
- Huchet, J.F.; Richet, X. [1998], China In Search of an Efficient Corporate Governance System: International Comparisons and Lessons, 5<sup>TH</sup> EACES Conference, Varna, Bulgaria, 10-12 Sept.
- Labaronne, D. [1995], Théories des choix publics et privatisation en Europe de l'Est, avec une application à la Roumanie, în: Revue d'économie du développement, nr. 3, p. 55-86.
- Naneș, M.; Ion, M.; Naneș, O. [1998], Romanian Mass Privatisation Scheme. Implication on Corporate Governance, în: Mass Privatisation Schemes in Central and European Countries. Implications on Corporate Governance,

- editată de: Tchipev, P.; Backhaus, J.G. și Stephen, F.H., Sofia, Gorex Press, p. 201-274.
- Naneș, M. [1998], Managementul strategic al întreprinderii în perioada de tranziție a României la economia de piață, teză de doctorat, p. 115-191.
- Phelps, E.S.; Frydman, R.; Rapaczynski, A.; Shleifer, A. [1993], Needed Mechanisms of Corporate Governance and Finance in Eastern Europe, Londra, European Bank for Reconstruction and Development.
- Sava, S. [1993], Coordonate economice ale drepturilor de proprietate, în: Revista română de economie, București, p. 115-124.
- Sun, L. [1997], Emergence of Unorthodox Ownership and Governance Structure in East Asia. An Alternative Transition Path, UNU/Wider Research for Action, nr. 38.
- Zaman, Gh. [1997], Lichidarea trebuie făcută cu răspundere și puțină știință, în: Adevărul economic, nr. 35, p. 5-6.
- Zaman, Gh. [1998<sub>a</sub>], Strategii de privatizare în industrie, în: Tribuna economică, nr. 24, p. 11-13.
- Zaman, Gh. [1998<sub>b</sub>], Dileme și provocări actuale ale privatizării în România, în: Tribuna economică, nr. 37 (p. 15-16) și 38 (p. 14-15).
- Zaman, Gh. [1998<sub>c</sub>], Firmele industriale de mari dimensiuni, în: Tribuna economică, nr. 26, p. 11-12.