

ODNOSI Z VLAGATELJI

Povzetek. Članek obravnava značilnosti odnosov z vlagatelji kot posebne discipline odnosov z javnostmi. Vlagatelji imajo glede na druge deležnike organizacije nekaj zanimivih specifik, ki vplivajo na pravila upravljanja odnosov med organizacijo in vlagatelji. Vlagatelji ustanavljajo organizacije in z zagotavljanjem finančnih sredstev omogočajo njihove operacije, rast in razvoj. Odnosi z vlagatelji pomagajo krepiti konkurenčnost organizacije na kapitalskih trgih in preprečevati neželjena presenečenja v lastniški strukturi. Zaradi specifik tranzicijskega obdobja, slovenskega privatizacijskega modela in nizko razvitega kapitalskega trga se upravljanje odnosov z vlagatelji v slovenskih razmerah bistveno razlikuje od prakse v razvitih tržnih ekonomijah.

Ključni pojmi: Odnosi z vlagatelji, programi odnosov z vlagatelji, finančne javnosti, individualni vlagatelji, institucionalni vlagatelji, prevzemi, kampanje zbiranja pooblastil

Odnosi z vlagatelji - kaj je to?

Odnosi z vlagatelji, odnosi z investitorji (v angleščini Investor Relations), kaj je to? V kakšnem razmerju je ta termin do terminov, kot so odnosi s finančnimi javnostmi (v angleščini Financial Relations ali Financial Public Relations) ali pa odnosi z delničarji (Shareholder Relations)?

Kakšne vrste odnosi pravzaprav nastajajo med organizacijami, podjetji, delniškimi in drugimi družbami in njihovimi investitorji?

"Organizacije lahko živijo samo v okolju drugih organizacij in skupin ljudi, zato morajo znati živeti v takšni družini. Tiste, ki so v tej svoji družabnosti bolj uspešne, cvetijo, tiste, ki so manj, pa hiraajo in na koncu ovenejo. Razlog za to je zelo preprost. Moderne organizacije, celo najbolj zapletene med njimi, obuladajo le malo nalog zelo dobro. Na svetu so, da opravljajo te izbrane naloge. Vse ostalo jih pri tem praviloma ovira in moti." (Gruban, Verčič, Zavrl 1997).

Vlagatelji so tista skupina, ki verjame v organizacijo in v njeno sposobnost, da izbrane naloge opravlja dovolj dobro, do te mere, da so se ji odločili zaupati svoji

* Aleš Razpet, univ.dipl.oec., Pristop, Družba za komunikacijski management, Ljubljana.

denar ali druga sredstva. Še več, tako so se odločili ponavadi zato, ker hočejo za ta svoj denar s časom iztržiti več, kot so vložili in celo več, kot bi iztržili v kateri drugi, primerljivi naložbi.

Po drugi strani so organizacije in njihova vodstva življenjsko odvisne od vlagateljev - le-ti financirajo njihove operacije, brez njih torej ne bi mogle razvijati teh svojih izbranih nalog; kadar so vlagatelji tudi delničarji, pa je obstoj konkretnega vodstva organizacije, managementa, seveda neposredno odvisen od njihove volje.

Med vlagatelji in organizacijo se torej oblikuje specifična vrsta odvisnosti, ki ima za posledico specifične načine komunikacije med organizacijo oziroma njenim vodstvom in vlagatelji kot deležniki organizacije. O tem kasneje.

Odnosi s finančnimi javnostmi so v principu širši pojem od pojma odnosi z vlagatelji; prvi se v zadnjem času zaradi svoje nepreciznosti tudi manj uporablja (sploh v ZDA, v evropskih virih ga zasledimo še relativno pogosto). Mogoče ju je zaslediti tudi kot sinonima ali kot en, sestavljen pojem - odnosi z vlagatelji in drugimi finančnimi javnostmi.

Odnosi z delničarji pa so ožji pojem, saj vlagatelji niso nujno tudi delničarji. Kadar govorimo o odnosih z delničarji imamo torej v mislih predvsem specializirane programe komuniciranja s posamezniki ali institucijami, ki so dejanski imetniki delnic posameznega podjetja. ée programi komuniciranja s potencialnimi imetniki delnic, potencialnimi vlagatelji torej, kakor tudi vso komuniciranje z ostalimi vlagatelji (kreditodajalci, kupci obveznic ipd.), pa presega okvir odnosov z delničarji in ga poimenujmo odnosi z vlagatelji.

"Odnosi z vlagatelji so se oblikovali kot posebna disciplina znotraj odnosov z javnostmi predvsem zaradi realizacije naslednjih tipičnih namenov organizacij:

- pridobivanja dodatnega kapitala za doseganje ustreznih stopenj rasti,
- doseganja oziroma branjenja zelene višine cen delnic na trgu,
- preprečevanja sovražnih prevzemov, upravljanja komunikacij v primerih spopadov za pooblastila,
- vplivanja na privlačnost zelenih transakcij na trgu vrednostnih papirjev." (Verčič, Razpet 1995)

Pravne osebe in viri financiranja

Nastanek gospodarskih pravnih oseb je neločljivo povezan z razvojno potrebo po koncentraciji kapitala. Gospodarski razvoj je neizogibno peljal do točke, ko so bili posamezni projekti, posamezna "podjetja" finančno prezahtevna, da bi jih zmogli posamezniki.

Gospodarske pravne osebe, družbe, še posebej delniška družba, so se izkazale kot zelo učinkovit mehanizem za koncentracijo kapitala, kakršen je potreben za velike podjetniške podvige.

Družbe so spočetka funkcionirale kot organizacijska oblika za izvedbo določenih dejavnosti, za izvajanje katerih so družbeniki jamčili z vsem svojim pre-

moženjem. Z večanjem podjetij in podjetniških rizikov pa se je formirala tudi potreba po ločevanju med osebo družbenika in osebo družbe in s tem seveda med kapitalom družbenika in družbe. Brez tega ločevanja si današnje svetovne ekonomije ni mogoče predstavljati. Prav z njim se razvijejo pravne osebe, kakršne poznamo še danes.

Pravne osebe so s časom seveda zaokrožile svojo vlogo, ki se ne pokriva z vlogo posameznika, fizične osebe. Predvsem vrste dejavnosti ni mogoče opravljati kot posameznik, ne zgolj zaradi tehničnih ali organizacijskih razlogov, temveč tudi zato, ker kot fizična oseba za to ne moremo biti legitimirani (primer so prav finančne storitve, zavarovalništvo, bančništvo, pa tudi vrsta drugih dejavnosti).

Zakon o gospodarskih družbah določa, da se gospodarske družbe ustanavljajo z namenom pridobivanja dobička. Tovrstne pravne osebe imajo s tem namenom tudi specialno pravno sposobnost, ki opredeljuje početje gospodarske družbe. Gospodarska družba lahko proizvaja, svetuje, raziskuje, izvaja nadzor nad delom, nad kvaliteto, družba je lahko član nadzornega sveta druge družbe, ipd. Družba, ki naj funkcionira kot takšna posebna eniteta, mora biti seveda ustanovljena skladno s predpisi in vpisana v sodni register. Vlagatelji – ustanovitelji te pravne osebe postanejo njeni lastniki. Razlogi za takšno lastništvo pa so lahko različni in segajo od težnje po plemenitenju denarja in alternativni varčevanju preko ambicij po aktivnem lastništvu in sodelovanju pri upravljanju pravne osebe, denimo zaradi dolgoročnih, strateških interesov, do povsem nefinančnih interesov, celo do prestižnih razlogov.

Gospodarska pravna oseba torej že nastane točno zaradi odločitve vlagateljev – ustanoviteljev, ki na ta način ponavadi želijo realizirati svoje podjetniške cilje (pridobivati dobiček), kakršnih ne zmorejo ali nočejo realizirati sami (bodisi kot posamezniki, bodisi kot organizacije). V tem smislu so vlagatelji kot deležniki postavljeni v drugačen položaj, kot katerikoli drug deležnik organizacije. Okoljevarstveniki, mediji, dobavitelji, ostali deležniki lahko v skrajni posledici dosežejo prekinitev določene dejavnosti pravne osebe, lahko jo celo pripeljejo v nemogoč položaj, ki se konča denimo s stečajem ali likvidacijo takšne pravne osebe – nikoli pa je ne ustanovijo.

Po drugi strani so vlagatelji tisti, ki omogočajo financiranje operacij podjetja, njegovo rast in razvoj. "Nevarno preprosto bi bilo, da v raziskovanju večšin in tehnik odnosov z vlagatelji, spregledamo njihov ultimativni smisel – pomagati podjetjem v tekmovanju na kapitalskih trgih" (Marcus, Wallace 1997).

Slednje je še posebej nevarno v Sloveniji. Kakor je po eni strani jasno, da so odnosi z vlagatelji pomembni predvsem zaradi pridobivanja kapitala, iskanja novih vlagateljev, dokapitalizacije, izdaje novih vrednostnih papirjev, je po drugi strani dejstvo, da velika večina slovenskih družb ni postala delniška družba zato, ker bi se zaradi potrebe po dodatnem kapitalu lotila izdajanja delnic, temveč preprosto zato, ker formalno ni imela nobene druge izbire – podjetje se je formiralo kot delniška družba zaradi izbranega, zakonsko predpisanega načina lastninjenja.

Ne glede na tranzicijske posebnosti – nobeno podjetje ne more delovati, ne da bi poskrbelo za svoje financiranje. Financiranje podjetja običajno ločujemo na kratkoročno in dolgoročno financiranje.

Med tipičnimi viri kratkoročnega financiranja najdemo:

- kratkoročna posojila poslovnih bank,
- financiranja preko drugih podjetij v obliki kratkoročno posojenega denarja,
- kratkoročne obveznosti do dobaviteljev,
- izdajo komercialnih zapisov.

Vsi našteti primeri pomenijo seveda financiranje s kratkoročnim dolgom. Dolgoročno financiranje pa po drugi strani ločujemo na dolžniško in na lastniško financiranje. Temeljni nameni pa so enaki - financiranje večjih projektov, trajnih obratnih sredstev, zahtevnejših trgovinskih transakcij, nakupov lastniških vložkov ipd.

Financiranje z dolgoročnim dolgom lahko ima več oblik:

- financiranje z najemom dolgoročnega komercialnega posojila
- financiranje z dolgoročnim sindiciranim posojilom,
- dolgoročno izvozno financiranje (tipična so dolgoročna posojila na 2 do 5 let),
- izdaja obveznic.

Financiranje z lastniškim kapitalom pa običajno ločujemo na:

- financiranje z neposrednim lastniškim kapitalom (ob ustanovitvi, ob povečanju poslovanja - povečanje vlog, zadržani dobiček, vstop novih delničarjev)
- financiranje s posrednim lastniškim kapitalom (zamenjava dolžniškega kapitala z lastniškim, t.i. debt-to-equity swap)
- financiranje s pogojnim lastniškim kapitalom (npr. zamenljive obveznice).

Da je možno podjetje financirati s katerokoli izmed navedenih oblik, pa mora seveda podjetje med vlagatelji uživati zadostno stopnjo zaupanja, zadostno reputacijo, sloves, ugled.

Ugled podjetja se prav na tej točki izkaže kot neposredno poslovno relevanten. Vlagatelji vlagajo svoja sredstva v podjetja in kupujejo njihove vrednostne papirje zaradi obljube bodočih donosov, zaradi pričakovane prihodnje vrednosti. Teža te obljube in vera v ta pričakovanja pa je seveda neposredno odvisna od ugleda podjetja. Še več - lahko bi rekli, da ugled izraža razliko med knjigovodsko vrednostjo podjetja in njegovo vrednostjo na kapitalskem trgu.

In kolikšni so deleži posameh oblik financiranja v celotnem financiranju podjetij? Enostavnega odgovora ni, razen da so ti deleži od države do države zelo različni.

ZDA doživljajo v zadnjih letih hitro rast novih emisij delnic, še posebej pa je opazen porast institucionalnega investiranja, kot so vzajemni skladi. V letu 1996 je vrednost novoizdanih delnic v javni prodaji prvič preseгла 100 milijard dolarjev.

V Evropi so deleži financiranja z lastniškim kapitalom v glavnem nizki. Od evropskega povprečja odstopa navzgor denimo Italija, izrazito malo pa je financiranja z lastniškim kapitalom v Nemčiji, kjer daleč prevladuje financiranje z internimi viri, sledijo pa posojila in obveznice.

Za dežele v pospešenem razvoju, kot so azijski tigri, so značilni mnogo višji odstotki, pri čemer je seveda pretiranemu optimizmu v bližnji preteklosti sledila streznitev v obliki t.i. azijske krize. Ne glede na to je logika takšnega financiranja jasna - podjetja imajo ambiciozne načrte, ekonomije so bile v ekspanziji, sredstva, ki jih generirajo firme same, za hitro rast niso zadostna, ob relativno visokih

obrestnih merah in vlagateljskem optimizmu se lastniško financiranje pokaže kot zelo privlačna možnost.

V srednje- in vzhodnoevropskih državah v tranziciji, sploh pa v Sloveniji, je delež lastniškega financiranja nizek, še posebej če upoštevamo investicijske potrebe, ki bi jih za svoje prestrukturiranje te države potrebovale. Razloge za takšno stanje lahko iščemo v pomanjkanju tradicije, znanj, nerazumevanju, nerazvitem finančnem trgu in relativno dragih institucijah tega trga. Lastniško financiranje naj bi imelo pred dolžniškim tudi to prednost, da je dolgoročno za podjetje cenejše – primerjave za Slovenijo pokažejo, da kljub visokim stroškom kreditov (Slovenija beleži izrazito velik "spread", visoko razliko med aktivno in pasivno obrestno mero) tudi zaradi dragih finančnih institucij to pogosto ne drži.

Kaj to pomeni za teorijo in prakso odnosov z vlagatelji v Sloveniji? Pomeni predvsem bistveno drugačno prioriteto tem, kot jo poznamo iz tujine. V ameriški literaturi s tega področja so denimo komunikacijski programi ob emitiranju novih delnic za javno prodajo praviloma med najpomembnejšimi vsebinskimi sklopi. Slovenskim praktikom na področju z javnostmi se – po drugi strani – skorajda ne more pripetiti, da bi sodelovali pri tovrstnih aktivnostih, ker primarnih izdaj vrednostnih papirjev takorekoč ni (če seveda izvzamemo primarne izdaje iz naslova privatizacije, kar zdaleč ni isto).

Pa vendar – upravljanje odnosov z vlagatelji tudi v slovenskih razmerah pomeni vplivanje na njihove namere in na njihovo vedenje. "Upravljanje odnosov z vlagatelji je tako usmerjeno na tiste spremenljivke, na katere organizacija lahko vpliva, to pa so ugled organizacije same (v vlagateljskih javnostih) in komunikacijska aktivnost vlagateljskih javnosti. Slednja namreč bistveno določa možnost vplivanja na namere vlagateljev in tako posledično na njihovo vedenje." (Verčič, Razpet 1995).

Komunikacijska aktivnost vlagatelja je odvisna od njegovega interesa za njegov vložek (ali je npr. resno zainteresiran za usodo svoje certifikatske delnice), od njegove osebne vpletenosti (npr. koliko pomembna je zanj vsota denarja, ki jo lahko pridobi s prodajo svoje delnice) in ovir, kakršne prepoznava pri možnostih svojega vplivanja na nadaljnjo usodo vložka. Z drugimi besedami, nizka komunikacijska aktivnost vlagatelja zmanjšuje možnost organizacije, da s svojimi argumenti vpliva na namere vlagateljev in s tem na njihove odločitve o prodaji, nakupu ali zadržanju določenega vrednostnega papirja.

Fenomen trgovanja

Zakaj sploh prihaja do kateregakoli trgovanja ali menjave? Če gre za prostovoljno odločitev, potem je očitno, da je menjava možna samo takrat, ko imata tako kupec kot prodajalec občutek, da sta z menjavo pridobila - sicer v tem ne bi hotela sodelovati. Kako je mogoče, da imata oba občutek, da sta pridobila? Ali se eden izmed njiju moti? Teorija iger menjavo pojasnjuje z razlikami med kupcem in prodajalcem (McMillan 1992). Menjava je možna šele takrat, ko med kupcem in prodajalcem obstaja bistvena razlika v percepciji. Če te razlike, tega razkoraka med njima

ni, potem do menjave preprosto ne more priti. Upravljanje odnosov z vlagatelji je v veliki meri prav "upravljanje" teh percepcij. Najpomembnejše so tri skupine razlik med obema partnerjema v menjavi: razlike v preferencah, razlike v zmožnostih in razlike v pričakovanjih.

Razlike v preferencah prihajajo do izraza takrat, ko kupec blago (ali vrednostni papir) zaradi svojih lastnih preferenc višje ceni, kot prodajalec. Vlagatelja, ki hoče stabilne in dolgoročne donose, bodo denimo zanimale čisto druge delnice, kot nekoga, ki hoče maksimirati kratkoročni zaslužek.

Razlike v zmožnostih so ponavadi kar razlike v primerjalnih prednostih, s katerimi lahko pojasnjujemo tako mednarodno menjavo, kot velik del povsem vsakodnevnih transakcij. V primeru vrednostnih papirjev lahko te razlike ponazorimo z razliko med aktivnim in pasivnim lastništvom. Vlagatelj z ambicijo aktivnega lastništva in ustreznimi zmožnostmi bo denimo iskal delnice podjetij v krizi, na najnižji možni točki - torej tam, kjer jih bo večina pasivnih lastnikov panično prodajala.

Razlike v pričakovanjih pa izražajo različne percepcije kupca in prodajalca glede prihodnje vrednosti nekega blaga. Večina transakcij na terminskih trgih denimo izhaja izključno iz razlik v pričakovanjih. In pri odločitvah o nakupu ali prodaji vrednostnih papirjev igrajo pričakovanja seveda še kako pomembno vlogo.

Na vse navedene razlike med percepcijo kupca in prodajalca lahko programi odnosov z vlagatelji vplivajo v bistveni meri in s tem nakupe in prodaje vrednostnih papirjev stimulirajo ali destimulirajo.

Od tod ocene, da imajo učinkoviti programi odnosov z investitorji od 25% do 50% vpliv na ceno delnic na borzi, v odvisnosti od tržne kapitalizacije - pri večjih podjetjih manj, pri manjših več. (Rosenbaum 1994).

"Eden izmed najmočnejših razlogov za nastanek intenzivnih programov odnosov s finančnimi javnostmi leži v sami naravi analize vrednostnih papirjev. Največji del take analize je zasnovan na neoprijemljivih in skoraj nemerljivih faktorjih, kot so kakovost vodenja podjetja in njegova sposobnost planiranja in doseganja zastavljenih ciljev."

Študija, ki jo je pred nekaj leti opravil ameriški Nacionalni inštitut za odnose z vlagatelji (National Investor Relations Institute - NIRI) je pokazala jasno pozitivno zvezo med aktivnostmi odnosov z vlagatelji v posameznih podjetjih in P/E razmerjem pri teh istih podjetjih. Z drugimi besedami, podjetja, v katerih so se izvajali programi odnosov z vlagatelji, so dosegala višja razmerja med tržno ceno svojih delnic ter dobičkom na delnico. (Marcus, Wallace 1997).

Regulatorno okolje

Upravljanje odnosov z vlagatelji je povsod po svetu tesno vpeto v regulatorno okolje. Podjetja imajo v svojem komuniciranju z vlagatelji formalno neprimerno manj svobode, kot pri komuniciranju z drugimi deležniki. Prav tako se od države do države regulativa močno razlikuje, kot se razlikuje tudi vloga posameznih inštitucij kapitalskega trga in obseg samoregulacije. Če v Sloveniji, kjer se regulatorni okvir šele oblikuje, nam pregled relevantnih pravnih virov pokaže vso kom-

pleksnost tega področja. V komuniciranje z vlagatelji neposredno ali posredno posegajo določila civilnega, gospodarskega, delovnega in tudi kazenskega prava.

Na področju civilnega prava recimo ne moremo mimo Zakona o javnih glasilih in Zakona o obligacijskih razmerjih (slednji ureja med drugim odškodninsko odgovornost, pa splošne značilnosti vrednostnih papirjev...).

Gospodarsko pravo nam postreže najprej z Zakonom o gospodarskih družbah, ki vsebuje določila o letnem poročilu, o poslovnih skrivnostih, pravici do obveščnosti delničarjev, pa vse do vsebin kot so sklici kupščin, dolžnosti in imenovanje uprave in nadzornega sveta. Zakon o varstvu konkurence denimo prepoveduje neloyalno konkurencio in omejuje določene oblike združevanj podjetij. Zakon o trgu vrednostnih papirjev ureja vprašanja insiderskih informacij, določa javne ponudbe vrednostnih papirjev, položaj in vlogo Agencije za trg vrednostnih papirjev in borze. Zakon o prevzemih dokaj natančno določa pogoje za prevzem podjetij in dolžnosti udeležencev.

S področja delovnega prava velja omeniti Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju, ki določa tako pomembna vprašanja kot je število in vloga predstavnikov delavcev v nadzornem svetu, pooblastila delavskega direktorja in sveta delavcev.

V skrajnem primeru se lahko v praksi srečamo celo z določili kazenskega prava: Kazenski zakonik RS med kaznivimi dejanji obravnava npr. zlorabo notranjih informacij in izdajo poslovne tajnosti, pomembna pa so tudi posamezna določila Zakona o gospodarskih prestopkih.

Razen navedenega je potrebno spremljanje aktivnosti inštitucij, kot so borza, Agencija za trg vrednostnih papirjev in Klirinško depotna družba. Ljubljanska borza denimo v svojih Pravilih in postopkih poslovanja Ljubljanske borze določa postopek izdajanja sporočil za javnost, kadar gre za "cenovno občutljive" informacije, določa mesta objave računovodskih izkazov in načela obveščanja domačih in tujih investitorjev.

Podobno velja za tuje borze - Londonska borza od leta 1992 dalje določa, da smejo podjetja iz kotacije svoja sporočila pošiljati tiskovnim agencijam in medijem potem oziroma istočasno, ko so jih poslala tudi borzi sami; pred letom 92 je bilo to določilo bistveno strožje (Townsend 1993).

Odnosi z vlagatelji in finančne javnosti

Finančne javnosti je smiselno ločevati v vsaj naslednje tipične skupine:

- vlagatelji
 - institucionalni vlagatelji
 - banke
 - zavarovalnice
 - pooblaščenice investicijske družbe
 - skladi
- podjetja

- posamezniki
 - notranji lastniki
 - zunanji lastniki
- posredniki, borzno-posredniške hiše
- analitiki
 - analitiki nakupne strani
 - analitiki prodajne strani
- finančne institucije
 - borza
 - ATVP
 - KDD
 - Ministrstvo za finance
 - Banka Slovenije
- novinarji
 - v specializiranih medijih
 - gospodarski novinarji v ostalih medijih.

K navedeni razdelitvi bomo v odvisnosti od konkretne situacije dodajali še dodatne javnosti, kot je konkurenca, tuje regulatorno okolje, tuji novinarji in mediji ipd. Razdelitev tudi ni enoznačna, saj se vloge posameznih javnosti zelo pogosto prepletajo.

678

Odločanje o nakupu in prodaji vrednostnih papirjev

Če hočemo kot upravljalci odnosov z vlagatelji vplivati na vedenje vlagateljev in s tem na njihove nakupne in prodajne odločitve, potem se moramo zavedati posebnosti posameznih skupin oziroma posameznih javnosti. Obnašanje malih individualnih lastnikov je lahko povsem drugačno kot obnašanje velikih državnih skladov, le-to pa spet drugačno od obnašanja borzno-posredniških hiš.

Mali individualni vlagatelji

V Sloveniji moramo ločevati med individualnimi vlagatelji na podlagi certifikatskih delnic, kakršnih je seveda ogromno, in med tistimi redkimi individualnimi vlagatelji, ki so to dejansko postali na osnovi nakupa delnic v t.i. maloprodaji ("retail investor").

Za individualne vlagatelje na osnovi certifikatskih delnic je značilno, da preferirajo gotovino (razlika v preferencah), da nimajo ne znanj ne ambicij za aktivno lastništvo (razlika v zmožnostih) in da so večinoma tudi zelo skeptični glede bistvenega zvišanja vrednosti teh delnic v prihodnosti (razlika v pričakovanjih). Po vseh treh kriterijih torej obstaja med takšnim delničarjem in potencialnimi kupci, denimo borzno-posredniško hišo, ki delnice odkupuje po naročilu npr. tujega institucionalnega investitorja, bistven razkorak v percepciji. Pogajalskega prostora, znotraj katerega bo prodajalec pripravljen tovrstno transakcijo sprejeti kot ugodno, je torej mnogo. Če na percepcijo tovrstnih malih delničarjev ne znamo učinkovito vplivati, bodo le-ti lahko prodajali svoje delnice daleč pod razumno ceno.

Sicer pa za "prave" individualne vlagatelje velja, da se v povprečju izkazujejo kot relativno lojalni vlagatelji. Na morebitne poslovne težave, ki jim je podjetje izpostavljeno, ne reagirajo hipoma, sprotno; v primerjavi z institucionalnimi lastniki so njihove reakcije počasnejše, z večjimi časovnimi zaostanki; nenazadnje nimajo na razpolago analitičnega aparata, kakršnega posedujejo veliki vlagatelji. Lojalnost je pomemben razlog, da podjetja tudi komuniciranj z vlagatelji iz malo-prodaje namenjajo vso pozornost, četudi je komuniciranje z njimi drago, zamudno in organizacijsko zahtevno. Naslednja pomembna značilnost malih vlagateljev je, da je njihovo obnašanje na trgu odvisno bolj od njihovega lastnega položaja, kot od položaja podjetja, katerega vrednostne papirje imajo. Če takšen vlagatelj potrebuje nekaj gotovine za nakup avta, bo svoje delnice prodal, tudi če vsi analitiki napovedujejo, da bo njihova vrednost rasla. Pri sprejemanju svojih odločitev se bolj zanašajo na mnenja iz svoje neposredne okolice, kot pa na napovedi strokovnjakov. In na koncu: mali investitorji se bolj zanašajo na informacije iz neposredne preteklosti, kot pa na dolgoročne obete v prihodnosti. (Mahoney 1993)

Mali individualni vlagatelji so lahko zanimiva javnost tudi z vidika mrežnega trženja. Tisti posamezniki, ki so v podjetju videli svojo investicijsko priložnost, so mu s tem izkazali tolikšno stopnjo zaupanja, da bodo zelo verjetno dovzetni tudi za komercialno ponudbo tega istega podjetja; nenazadnje so se s solastništvom odločili deliti njegovo usodo. Programi odnosov z vlagatelji se v organizacijah z množičnim lastništvom zato pogosto kombinirajo s programi odnosov s potrošniki in nič presenetljivega več ni, če tak vlagatelj skupaj z obvestilom o polletnih rezultatih prejme prodajni katalog z nekaj ugodnostmi, ki veljajo samo za imetnike delnic, recimo.

Institucionalni vlagatelji

Institucionalni vlagatelji bodo pri svojem investiranju lahko sledili različnim ciljem. Od teh ciljev so odvisne tudi njihove komunikacijske zahteve; za učinkovito komuniciranje s posameznim vlagateljem bo torej zelo koristno vedeti, v kakšni vlogi trenutno nastopa. "Res je, da analiza vrednostnih papirjev in presoja možnih prihodnjih uspehov podjetja temelji na izjemno kompleksni strukturi različnih karakteristik podjetja, vendarle pa vse razvijamo iz treh osnovnih točk: dobiček in ostala merila finančne uspešnosti, management in načrti podjetja." (Marcus, Wallace 1997)

Uspešni programi odnosov z vlagatelji v bistvu odsklikavajo te tri osnovne točke. Dobiček, denarni tok, druga merila finančne uspešnosti za presojo investicijske privlačnosti pač še zdaleč niso dovolj. Če bi zadoščala, bi vso ostalo delo najbolje opravil računalniški program.

Aktivni vlagatelji bodo hoteli biti temeljito in kakovostno informirani predvsem o vodenju in vodstvu podjetja, natančno poznati strategijo, razvojne in kratkoročne cilje, možnosti podjetja znotraj branže, prednosti in pomanjkljivosti v primerjavi s konkurenco. Delnice podjetja tretirajo kot dolgoročno naložbo.

Investitorji v rast bodo bolj kot karkoli drugega želeli pravočasno, pred vsemi drugimi, zaznati informacije o tem, kdaj in zakaj je mogoče pričakovati naraščanje

(in seveda upadanje) vrednosti delnic. Le-tem bodo lojalni samo toliko časa, dokler bo trajal njihov vzpon.

Kadar se vlagatelji odločajo za "investiranje v vrednost" je zanje najpomembnejše zaznavanje razkoraka med tržno in realno vrednostjo podjetja; takšni vlagatelji bodo pripravljene investirati v podjetja v krizi, vendar z izoblikovanimi strategijami preobrata, katerih vrednosti delnic se nahajajo na najnižji točki. Za isto skupino bodo nasploh zanimiva podjetja, katerih tržna vrednost je relativno nizka v primerjavi s knjigovodsko, z denarnim tokom, z realizacijo ipd. Pomembno merilo zanje bo seveda tudi nizko razmerje P/E, tržna cena delnice bo morala biti v primerjavi z dobičkom na delnico čimnižja. Vse to se seveda odsliskava tudi v njihovih komunikacijskih zahtevah in pričakovanjih.

Vlagatelji, ki investirajo v gospodarski sektor, namenjajo glavino svoje analize preučevanju propulzivnih panog in makroekonomski trendov, ki vplivajo na razvoj takih panog in posameznih podjetij v njih. Tovrstni vlagatelji bodo torej posebej dojemljivi za sporočila, ki se nanašajo ne le na položaj posameznega podjetja, ampak celotne panoge ali sektorja.

Vlagatelji, ki bi se pri svojih odločitvah zanašali izključno na metode tehnične analize vrednostnih papirjev, takoimenovani pasivni investitorji, so za odnose z vlagatelji skorajda nezanimivi, saj klasičnih tehničnih analitikov v čisti obliki karakter obravnavanih vrednostnih papirjev sploh ne zanima; svoje zaključke oblikujejo izključno na podlagi dovolj dolge časovne serije podatkov o gibanju tečajev opazovanega vrednostnega papirja, za katerega iščejo podporne in odporne črte, linije in kanale trenda, drseča povprečja ipd. Tovrstnih vlagateljev v praksi najverjetneje ne boste srečali. Sodobna tehnična analiza pa se ukvarja tudi s proučevanjem širših vplivov na delnico, s čimer analitiki postanejo odprti tudi za sporočila, ki obravnavajo širši kontekst gibanja tečaja določene delnice. (Simon 1996).

Kot zanimivost navedimo še nekatere izmed faktorjev presoje, ali investirati v določen vrednostni papir, kot jih navaja Benjamin Graham, ki velja za enega izmed utemeljiteljev analize vrednostnih papirjev. Po njegovem mora podjetje izpolnjevati naslednje kriterije, da ga lahko ocenimo kot dobro naložbo:

- podjetje vodi konzervativno finančno politiko; kratkoročni koeficient (razmerje med kratkoročnimi terjatvami in obveznostmi) mora znašati vsaj 2,
- podjetje redno izplačuje dividende,
- ni beležilo izgube vsaj zadnjih pet let,
- P/E razmerje je nizko (kadar so obrestne mere relativno visoke, ta količnik npr. ne sme presežati 8),
- Trenutna cena delnice je največ na polovici njene predhodne najvišje vrednosti (Marcus, Wallace 1997).

Oblikovanje sporočil

Za vsak program odnosov z vlagatelji je bistvenega pomena maksimalno razumevanje značilnosti industrije, branže, v kateri se nahaja naše podjetje, njenih perspektiv in pričakovanih težav. Po drugi strani je treba seveda zelo natančno

poznati vse specifikke lastnega podjetja, njegove cilje in strategije, vse faktorje, ki bodo vplivali na uresničevanje teh ciljev ali zaostajanje za njimi. Za vsak management, ki hoče kvalitetno podporo na strani odnosov z vlagatelji, je torej prav tako nujno, da svojim službam ali zunanjim svetovalcem omogoči, da se z bistvenimi problemi podjetja seznanijo res temeljito.

Sicer ne bo mogoče oblikovati na ustrezen način niti sporočil o npr. prodajnih rezultatih podjetja, ki zaostajajo za načrti. Ni recimo vseeno, ali jih izražamo vrednostno, količinsko, in v kakšni valuti. Povsem različne trende bomo dobili že samo na tej osnovi. Zmanjšanje prodaje ni nujno slab rezultat - če je firma zmanjšala prodajo v času downsizinga, je zelo verjetno, da bo dal ugodnejšo (in bolj relevantno) sliko kazalec prodaja na zaposlenega. Dalje - za interpretacijo prodajnih rezultatov je bistveno, kaj se je dogajalo s cenami - v branži, ki je doživela npr. resen padec cen je lahko ohranjanje vrednosti prodaje lep uspeh. Pomembno je, da v svojih sporočilih podjetje demonstrira, da ima realno sliko o položaju, da ta položaj obvladuje in da ve, kako trende v prihodnje premikati v željeni smeri. Morda lahko svojo zgodbo iščemo v tržnem deležu (res da zaradi recesije na trgu nismo dosegli plana prodaje, smo pa bistveno povečali tržni delež...). Zgodbo lahko iščemo v novih produktih, ki so šele na začetku ciklusa in imajo potencial za prihodnost; ali v novih trgih ali tržnih segmentih, v katere smo prodrl; v povečanju margin in podobno. Pomembna so konsistentna, logična, trdna sporočila, ki izražajo poslovno filozofijo podjetja in vodstva.

Programi odnosov z vlagatelji

Cilji

Preden definiramo cilje posameznega programa odnosov z vlagatelji se moramo zavedati realnega dometa takšnih programov. Program odnosov z vlagatelji ne more reševati kateregakoli problema podjetja in ne more dati čudežnih učinkov. Predvsem pa problemov, ki v svojem bistvu niso komunikacijski, ne moremo reševati s komunikacijami.

V programu odnosov z vlagatelji si zato ne zastavljamo ciljev, ki so povsem zunaj naše kontrole. Četudi tovrstni programi dokazano vplivajo tudi na ceno delnic na borzi, je med cilje takega programa nesmiselno zapisati absolutno ceno delnice. Slednja je namreč odvisna ne samo od izvedbe našega programa, ampak še toliko bolj od faktorjev, na katere nimamo praktično nikakršnega vpliva. Ne glede na to bo koristno, če cilje opredelite na način, ki bo merljiv oziroma ki bo omogočal, da po izvedbi programa nedvoumno ugotovimo, ali smo bili uspešni, ali ne! Vprašajmo se tudi, ali niso morda cilji drug z drugim v kontradikciji. Na primer: za mala podjetja velja, da bo likvidnost delnic nižja, če so v bazi delničarjev močnejše zastopani veliki institucionalni investitorji. Sočasno višanje likvidnosti delnice in večanje deleža institucionalnih investitorjev sta torej v tem primeru kontradiktorna cilja.

Predvsem pa: cilji naj bodo realistični in naj na ravni odnosov z vlagatelji odsevajo temeljne cilje podjetja kot celote.

Cilje odnosov z vlagatelji lahko vežemo na strukturo delničarjev (na primer: ohranjanje široke baze malih delničarjev), z njimi lahko vplivamo na posamezne ekonomske kazalce, ponavadi relativno glede na konkurenco (na primer vpliv na že večkrat omenjeno P/E razmerje), cilj je lahko višja stabilnost vrednosti delnice (nestabilna vrednost delnice je vedno percipirana kot faktor rizika, zato so podjetja običajno zainteresirana za delnico, ki ni visoko občutljiva na vsako posamično transakcijo, ker je s tem delnica slabše likvidna, "izstop" pa otežen oziroma rizičen, česar investitorji seveda ne marajo), cilj je lahko maksimalizacija cene delnice (recimo kratkoročno kot pomemben faktor v obrambi pred prevzemom, ali dolgoročno kot faktor ki niža stroške kapitala, dviguje zaupanje in s tem bonitete, omogoča višje cene naslednjih emisij ipd.), lahko pa si kot cilj zastavimo tudi željeno percepcijo v posameznih finančnih javnostih.

Tipični programi odnosov z vlagatelji

Za slovenske razmere so doslej bili zanimivi predvsem trije tipi programov odnosov z vlagatelji:

- kontroliran osip baze delničarjev,
- obramba pred prevzemom,
- kampanja zbiranja pooblastil.

Nekatere njihove posebnosti si na kratko oglejmo v nadaljevanju.

Kontroliran osip baze delničarjev

Slovenski tip privatizacije je pripeljal do množice podjetij z izrazito široko bazo malih delničarjev, ki, kot smo že ugotavljali, nimajo dovolj motivov za dolgoročno lastništvo teh delnic in so pripravljene delnice prodajati tudi po zelo nizkih cenah (še posebej to seveda velja do uvrstitve delnic teh podjetij na organiziran trg). V takšni situaciji je vodstvo podjetja lahko priča velikim presenečenjem, saj hiter osip baze delničarjev po drugi strani pomeni možnost hitrega vstopa neželenih lastnikov ali koncentracijo moči, ki vodstvu podjetja in vsaj delu delničarjev ni pogodu. Kontroliran osip baze delničarjev je torej zanje vitalnega pomena. Ciljne dinamike osipa so lahko zelo različne; cilj vodstva je lahko praktično stabilna baza delničarjev oz. minimalen osip. Takšen cilj glede na povedano verjetno ne bo zdržal na dolgi rok, lahko je pa zelo smiseln kratkoročno. Lahko pa je cilj npr. lasten odkup kontrolnega deleža po čimnižji ceni - v tem primeru bodo naša sporočila, naša drža in komunikacijski kanali seveda povsem drugačni.

Program ohranjanja široke baze delničarjev bomo pričeli z raziskavo, ki naj razkrije namene malih delničarjev in jih segmentira glede na ceno, pri kateri so delnico pripravljene prodati in glede na njihove druge značilnosti. Z raziskavo bomo skušali tudi ugotoviti, ali so pripravljene npr. zaposleni delnico po enakih pogojih prodati lastnemu podjetju. Pogosto so pripravljene; v tem primeru lahko, da bi preprečili hiter osip, za delničarje oblikujete ustrezno obliko zaveze podjetja o lastnem odkupu.

Hitro prodajo bomo skušali destimulirati s promocijo dolgoročnejših ciljev in obetov; zaveza podjetja, kakršno smo omenjali, lahko bistveno prispeva h kredibilnosti takšne promocije. Bistvenega pomena v takšnem programu je tudi vzpo-

stavitev hitro odzivnega in skrbnega servisa za vprašanja malih delničarjev ter razvoj enostavnih in razumljivih oblik poročanja tem delničarjem. Predvsem pa jih moramo dejansko tretirati kot delničarje, kot solastnike podjetja, ki imajo vso pravico do obveščenosti - četudi jih večina bolj kot dejanske informacije potrebuje občutek, da jim vodstvo podjetja ničesar ne prikriva. Zelo primerna (tudi stroškovno) so komunikacijska orodja "na zalogo"; obsežnejših gradiv denimo ni potrebno distribuirati vsem malim delničarjem - dovolj bo, če jih seznanimo, da jih lahko prejmejo, če izrazijo željo, lahko jih zanje naredimo dostopne na internetu ipd.

Programne kontroliranja osipa baze delničarjev pogosto spremljajo aktivnosti za izbiro strateškega investitorja (tudi t.i. prijaznega prevzemnika), saj v večini primerov ni realno pričakovati, da bi lahko zelo široko bazo delničarjev ohranjali v nedogled.

Obramba pred prevzemom

Programi obrambe pred prevzemom potekajo v treh fazah:

- Faza interesa - pred poskusom prevzema - preventivne aktivnosti
- Faza javnosti - pred poskusom prevzema - priprava obrambe
- Faza konflikta - ob poskusu prevzema - aktivna obramba

V prvi fazi, fazi interesa, se omejimo na sprotno spremljanje gibanj v bazi delničarjev in analiziranje transakcij. Komunikacijo z delničarji vzdržujemo na ravni visoke intenzivnosti in sproti spremljamo njene učinke. Z aktivnostmi odnosov z vlagatelji skrbimo za upravljanje ugleda podjetja v ključnih javnostih in nudimo podporo pri vzdrževanju cene delnic na višini, ki destimulira večje nakupe.

V fazi javnosti pripravljamo obrambne aktivnosti na vseh ravneh. Pravočasno skušamo oblikovati preventivne strateške povezave z drugimi podjetji. Potencialnim prevzemnikom bomo skušali kar najbolj otežiti nalogo s pravnimi instrumenti, kot so določila v statutu podjetja (npr. večfaznost imenovanja nadzornega odbora in uprave, potrebni kvorumi in podobno) in z ukrepi, ki prevzem podražijo (v tujini je pogosto tudi to funkcija visokih odpravnin managementa, takoimenovana zlata padala, v uporabi so "lock-up" dogovori - prostovoljni dogovori sedanjih lastnikov, ki omejujejo prodajo delnic tretjim osebam, torej nečlanom dogovora; podobno učinkujejo določila iz organiziranja notranjih lastnikov v slovenskih podjetjih ipd.).

Komunikacijske aktivnosti v tem času pripravljajo teren za spopad, pomagajo sklepati zaveznitva in vnaprej otežiti položaj potencialnega prevzemnika.

V fazi konflikta se komunikacijski program razpre na širšo paleto javnosti, njegova temeljna naloga pa je kreiranje vzdušja, ki bo prevzemu čimbolj nenaklonjeno. Tipično je sklicevanje na nacionalne, regionalne, lokalne interese, skrb za delovna mesta, ogroženo prihodnost podjetja, opozarjanje vseh deležnikov na možne negativne posledice (lokalna skupnost, država, poslovni partnerji, dobavitelji, mediji...). V potezah prevzemnika obrambni programi pogosto potencirajo namere po dezinvestiranju, downsizingu, izločitvi konkurence ali celo monopolizaciji industrije.

Nič nenavadnega ni tudi vlaganje tožb, pri katerih je vnaprej znano, da predlagatelj nima možnosti za zmago; poteza ima komunikacijske učinke, saj vnaša dvom, negotovost, nevtralni opazovalec ali delničar se bo lahko odločil počakati na izid.

Kampanja zbiranja pooblastil

Kampanja zbiranja pooblastil se običajno odvija kot sestavni del širšega načrta, vezanega na realizacijo ciljev uprave podjetja ali posamezne skupine delničarjev. Cilj kampanje je povsem jasen - z zbiranjem čimvečjega števila pooblastil doseči zagotovitev potrebnega odstotka glasov na skupščini delniške družbe in s tem sprejetje željenih sklepov.

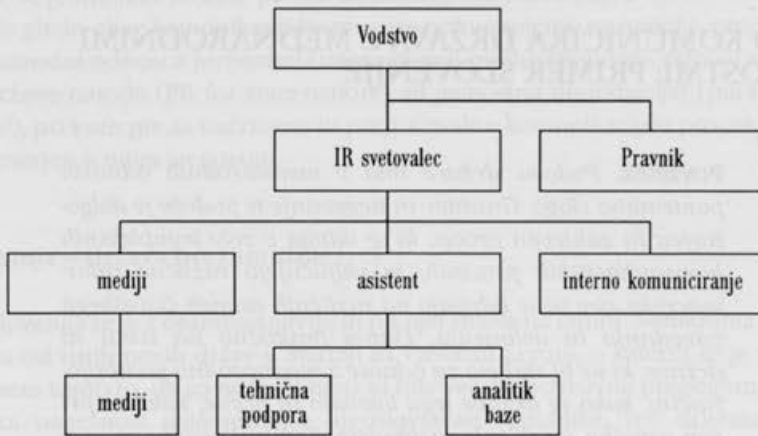
"Kampanje nastanejo zaradi različnosti mnenj: uprava ali glavni direktor imata svoj pogled na to, kako voditi podjetje, skupina "oporečniških" delničarjev pa zopet drugačnega. V popolnem svetu bi se te razlike predstavile delničarjem v neposredni obliki. Management bi predstavil svoja stališča, "oporečniki" svoja, delničarsko volilno telo pa bi se odločilo, komu da prav. ... Ker v svetu korporacijskih politik tako enostavne rešitve niso možne, je kampanja zbiranja pooblastil, precej dobesedno, politični proces, podoben volilnim kampanjam." (Schwartz, 1995)

Tovrstno kampanjo pričnimo z analiziranjem baze delničarjev, ki jo bo potrebno za nadaljnjo obdelavo segmentirati najprej glede na število delnic, ki jih ima v lasti posamezni delničar ter glede na status delničarja (ali gre za fizično ali pravno osebo, znotraj tega pa tudi delitev na podjetja, banke, PID-e, borzno-posredniške hiše in ostalo). Zatem analiziramo bazo delničarjev po kriteriju verjetne naravnosti (predvidenega odnosa do vprašanja, ki bo predmet odločanja na skupščini). S kombiniranjem teh treh parametrov oblikujemo scenarije, ki nam zagotavljajo potrebne odstotke glasov in jih rangiramo glede na verjetnost. Pri tem nas bo zanimala predvsem ocena odstotka zanesljivih glasov, ocena odstotka manjkajočih glasov ob različnih odstotkih udeležbe na skupščini in ocena verjetnosti pridobitve manjkajočih glasov ob razpoložljivih resursih (čas, sredstva, ljudje, logistična mreža).

Kampanja zbiranja pooblastil bo v primeru široke baze malih delničarjev običajno podprta s programom odnosov z mediji, v slovenskih razmerah (predvsem če je nosilec kampanje uprava podjetja) pa zelo verjetno tudi s programom internega komuniciranja (delničarji, ki so istočasno zaposleni podjetja). Medsebojno sinhroniziranje sporočil, namenjenih različnim javnostim, bo odločilnega pomena.

Ker gre za razmeroma kratkotrajno, a zelo intenzivno kampanjo, je smotrno formirati operativni štab kampanje v sestavi:

Slika 1



LITERATURA

- Gruban, Brane, Verčič, Dejan in Zavrl, Franci. 1997. Pristop k odnosom z javnostmi. Ljubljana: Pristop.
- Mahoney, William F. 1993. *The Active Shareholder*. New York: John Wiley & Sons.
- Marcus, Bruce W. in Wallace, Sherwood Lee. 1997. *New Dimensions in Investor relations: competing for capital in the 21st century*. New York: John Wiley & Sons.
- McMillan, John. 1992. *Games, Strategies and Managers*. Oxford: Oxford University Press.
- Razpet, Aleš in Verčič, Dejan. 1994. *Odnosi z vlagatelji in drugimi finančnimi javnostmi*. Pristop: Trendi, 6.
- Rosenbaum, Michael A. 1994. *Selling Your Story to Wall Street: the art & science of investor relations*. Chicago: Irwin Professional Publishing.
- Schwartz, George P. 1995. *Shareholder Rebellion*. New York: Irwin Professional Publishing.
- Šimon, Aleksander. 1996. *Metode za analizo vrednostnih papirjev*. Ljubljana: samozaložba.
- Townsend, Edward. 1993. *Media Relations*. V P. Bowman in R. Bing (ur.), *Financial Public Relations*, 1-8. Oxford: Butterworth-Heinemann.