

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ALTERNATIVNI INVESTICIJSKI SKLADI KOT INŠTRUMENT
RAZVOJA KAPITALSKEGA TRGA SLOVENIJE**

Ljubljana, junij 2023

NADEZDA VYKHODTSEVA

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Nadezda Vykhodtseva, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Alternativni investicijski skladi kot inštrument razvoja kapitalskega trga Slovenije, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Aljošo Valentinčičem

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 23.6.2023

Podpis študentke: _____

KAZALO

1	UVOD.....	1
2	RAZVOJNO IZHODIŠČE IN OCENA STANJA KAPITALSKEGA TRGA SLOVENIJE.....	4
2.1	Kapitalski trg v finančni strukturi države	4
2.2	Vpliv makroekonomskih okoliščin na finančni trg	4
2.3	Institucionalno okolje in izvajalci storitev na slovenskem trgu kapitala.....	7
2.4	Trg vrednostnih papirjev, delovanje Ljubljanske borze.....	9
2.5	Struktura varčevanja in investiranja gospodinjstev.....	13
3	RAZVOJ SEGMENTA ALTERNATIVNIH INVESTICIJSKIH SKLADOV IN NJIHOVA VLOGA V LOKALNEM GOSPODARSTVU.....	15
3.1	Zakonodaja EU in regulativna podpora AIS v Sloveniji.....	15
3.2	Stanje panoge AIS v Evropi in Sloveniji.....	19
3.3	Krepitev segmenta AIS kot projekt Programa za podporo strukturnih reform.....	25
3.4	Strategija razvoja trga kapitala v Sloveniji in vloga AIS.....	27
3.5	Sprejem ZOAIS – pogoj za osvojitve evropskih finančnih sredstev iz naslova Načrta za okrevanje in odpornost.....	28
3.6	Pridobivanje novega kapitala za financiranje lokalnih podjetij s pomočjo AIS.....	30
3.6.1	Zasebni kapital kot oblika lastniškega financiranja podjetij.....	30
3.6.2	Program kapitalske rasti SEGIP– razvoj instrumenta investicijskega sklada zasebnega kapitala.....	33
4	POSLOVANJE AIS IN POSEBNOSTI UPRAVLJANJA PREMOŽENJA V SKLADU ZOAIS IN ZUAIS.....	34
4.1	Bistvo, oblike in vrste AIS.....	34
4.1.1	Alternativni vzajemni sklad.....	37
4.1.2	Specialna komanditna družba.....	38
4.1.3	Investicijska družba.....	38
4.1.4	Specialni investicijski sklad.....	39
4.1.5	Nepremičninska investicijska družba.....	40
4.2	Struktura premoženja sklada.....	41
4.3	Posebnosti računovodstva in poročanja AIS.....	43

4.3.1 Izračun kapitala upravljavca AIS, kapitalna ustreznost.....	44
4.3.2 Vrednotenje sredstev.....	45
4.3.3 Finančno in nefinančno poročanje.....	46
4.4 Obdavčitev transakcij alternativnih investicijskih skladov.....	48
4.4.1 Obdavčitev AIS.....	49
4.4.2 Obdavčitev ustanoviteljev skladov (imetnikov kupona).....	49
4.5 Provizija in stroški.....	51
4.6 Sistem upravljanja tveganj investiranja v AIS.....	53
4.7 Ravnanje nadzornega organa.....	53
5 ANALIZA USPEŠNOSTI AIS, PRIMERI POSLOVANJA	
V SLOVENIJI.....	54
5.1 Udeleženci na trgu upravljanja premoženja AIS.....	54
5.2 ALFI – alternativni investicijski skladi.....	55
5.3 Generali investments – alternativni investicijski skladi.....	59
6 SKLEP.....	60
LITERATURA IN VIRI.....	63

KAZALO TABEL

Tabela 1: Ključni kazalniki uspešnosti razvoja slovenskega trga kapitala.....	10
Tabela 2: Pomembne razlike med skladi KNPVP (UCITS) in AIS.....	35
Tabela 3: Splošni podatki o AIS.....	54

KAZALO SLIK

Slika 1: Dinamika ključnih obrestnih mer ECB (v %).....	6
Slika 2: Letna stopnja inflacije, januar 2023 (v %).....	7
Slika 3: Stopnja varčevanja in stopnja investiranja gospodinjstev Slovenije (v %).....	14
Slika 4: Čista vrednost sredstev skladov konec leta 2021 (v bilijonih EUR).....	20
Slika 5: Prodaja skladov v Evropi za leto 2021 (v mrd. EUR).....	20
Slika 6: Čista vrednost sredstev investicijskih skladov v Evropi (v bilijonih EUR).....	21
Slika 7: Vrednost premoženja evropskih investicijskih skladov po vrstah skladov konec leta 2021 (v %).....	21
Slika 8: Vrednost sredstev in prodaja AIS (v mrd. in bilijonih EUR).....	22
Slika 9: Sredstva AIS po vrstah naložb konec leta 2021 (v %).....	22

Slika 10: Struktura sredstev v alternativnih investicijskih skladih s sedežem v RS za obdobje 2017–2021 (v mio. EUR).....	24
Slika 11: Vrednost sredstev AIS v upravljanju upravljavcev AIS s sedežem v RS (v mio. EUR).....	25
Slika 12: Porazdelitev sredstev v programu financiranja SEGIP.....	34

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško
AIS – Alternativni investicijski sklad
AIFMD – (angl. Alternative investment fund managers directive); Direktiva o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov
ATVP – Agencije za trg vrednostnih papirjev
BDP – Bruto domači proizvod
CMU – (angl. Capital markets union); Unija kapitalskih trgov
CMDS – (angl. Capital market enhancement and development in Slovenia); Krepitev in razvoj kapitalskega trga v Sloveniji
CSR – (angl. Country specific recommendations); Specifična priporočila državam članicam
DDPO – Davek od dohodkov pravnih oseb
DZU – Družba za upravljanje
ECB – Evropska centralna banka
EFAMA – (angl. European fund and asset management association); Evropsko združenje za upravljanje skladov in premoženja
EIF – (angl. European investment fund); Evropski investicijski sklad
EK – Evropska komisija
ELTIF – (angl. European long-term investment fund); Evropski sklad za dolgoročne naložbe
EMS – (angl. Emerging market status); Status nastajajočega trga
ESMA – (angl. European securities and markets authority); Evropski organ za vrednostne papirje in trg
EU – (angl. European union); Evropska unija
EURIBOR – (angl. Euro interbank offered rate); Medbančna obrestna mera za evro
EuVECA – (angl. European venture capital fund); Evropski sklad tveganega kapitala
EuSEF – (angl. European social entrepreneurship fund); Evropski sklad za socialno podjetništvo
GZS – Gospodarska zbornica Slovenije
KDD – Klirinško depotna družba
KNPVP – Kolektivni naložbeni podjem za vlaganje v prenosljive vrednostne papirje
MF – Ministrstvo za finance
MSP – Mala in srednja velika podjetja
MTF – (angl. Multilateral trading facility); Večstranski sistem trgovanja
NFD – Nefinančna družba

NOO – Načrt za okrevanje in odpornost

SIS – Specialni investicijski sklad

SEGIP – (angl. Slovene equity growth investment programme); Slovenski naložbeni program kapitalske rasti

SRSP – (angl. Structural reform support programme); Program za strukturne reforme

SURS – Statistični urad Republike Slovenije

UCITS – (angl. Undertaking for collective investment in transferable securities);

Kolektivni naložbeni podjem za vlaganje v prenosljive vrednostne papirje

UMAR – Urad za makroekonomske analize in razvoj

ZGD – Zakon o gospodarskih družbah

ZISDU – Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje

ZOAIS – Zakon o oblikah alternativnih investicijskih skladov

ZTFI – Zakon o trgu finančnih instrumentov

ZUAIS – Zakon o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov

1 UVOD

Gospodarstva evropskih držav, med njimi tudi Slovenije, so se v zadnjih letih soočala z velikimi izzivi – vse večjimi podnebnimi spremembami in s tem povezanimi okoljskimi tveganji, pandemijo Covida-19 in njenimi posledicami, nepričakovanim rusko-ukrajinskim konfliktom in vojno v Ukrajini. Ti dogodki so vnesli veliko strahu in negotovosti tako v obnašanje in odločitve posameznikov kot v delovanje posameznih panog gospodarstva in v razvoj družbe kot celote. Kazalniki monetarne politike v začetku leta 2023 so dosegli zaskrbljujočo raven – vztrajna visoka inflacija 9,3 % na letni ravni v Sloveniji in 8,6 % v območju evra (Banka Slovenije, brez datuma), letna obrestna mera EURIBOR pa je bila skoraj 3,9 % (Euribor rates. EU, 2023).

Kako se ta negotovost v makroekonomskem okolju odraža na kapitalskem trgu, katere finančne institucije še naprej učinkovito poslujejo v času visoke inflacije, naraščajočih obrestnih mer, volatilnosti borz in splošne stagnacije. Ali obstajajo alternativne rešitve klasičnih depozitov in vzajemnih investicijskih skladov? Kateri alternativni naložbeni razredi obstajajo danes in katere novosti na slovenskem kapitalskem trgu lahko služijo njegovemu razvoju? Ta glavna vprašanja skupaj z večjo razpoložljivostjo iskanja alternativ v vsem (alternativni viri energije, alternativni dobavitelji ali alternativni načini varčevanja) so me spodbudila k izbiri teme alternativnih investicijskih skladov kot finančnega instrumenta z visokim razvojnim potencialom.

V času recesije varčevanje na depozitih, prilagojeno inflaciji, prinaša negativne donose, posledično pa je več zanimanja za alternativne vrste naložb, kot so investicijski skladi. Po podatkih Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP) je obseg sredstev v vzajemnih skladih v Sloveniji konec leta 2021 znašal 4,337 mrd. EUR in se je primerjavi s predhodnim letom povečal za 34,0 % oziroma za 1,101 mio. EUR. Čeprav zaupanje v tovrstne naložbe in finančna pismenost prebivalstva postopoma raste, se v času volatilnosti borz vlagatelji odločajo za portfelje sestavljene iz najmanj tveganih finančnih instrumentov (npr. obveznic), zaradi česar je naložba v vzajemne sklade pravzaprav podobna depozitu na banki. Kapital namreč ostaja »mrtev« in ne ustvarja dodane vrednosti. Alternativna rešitev za to bi lahko bila vlaganje v alternativne investicijske sklade, sicer manj likvidne, a bolj donosne in učinkovite za razvoj lokalnega gospodarstva, saj lahko zagotovijo pritek kapitala v realne investicijske projekte, infrastrukturo in razvoj podjetij.

Pri alternativnih investicijskih skladih (v nadaljevanju AIS) v Sloveniji lahko opazimo nedvoumen trend povečevanja števila upravljavcev in večjih obsegov sredstev pod njihovim nadzorom. To je še posebej opazno pri AIS, ki so bili določeni kot specialni investicijski skladi (v nadaljevanju SIS). Konec leta 2021 so imeli AIS sredstva v skupni vrednosti 374 mio. EUR, kar predstavlja 63,3 % porast v primerjavi s koncem leta 2020. Pričakuje se, da se bo v letu 2023 ta trend nadaljeval s posebnim poudarkom na krepitvi SIS z naložbenimi strategijami v zasebni kapital, zasebni dolg in nepremičnine.

Alternativni investicijski skladi pomembno vplivajo na razvoj kapitalskih trgov v Evropi in Sloveniji. AIS ponujajo vlagateljem dostop do različnih naložbenih priložnosti, spodbujajo učinkovitost trga, zmanjšujejo tveganje ter zagotavljajo financiranje za mala in srednje velika podjetja. Poleg tega AIS igrajo ključno vlogo pri privabljanju tujih naložb ter spodbujanju transparentnosti in odgovornosti v podjetjih, v katera vlagajo. Rast in razvoj sektorja AIS je torej bistvenega pomena za nadaljnji razvoj kapitalskih trgov v Evropi in Sloveniji, zato je bila raziskava na to temo nujna.

Aktualnost teme potrjujejo spremembe evropske in slovenske zakonodaje na področju investicijskih skladov. Dosedanja zakonska ureditev je bila zelo odprta in je dopuščala več možnih oblik AIS, s sprejetjem novele Zakona o oblikah alternativnih investicijskih skladov (ZOAIS), Ur. l. RS, št. 101/2022, leta 2022 pa so bile možne tri oblike AIS, katerih ureditev je bila prilagojena posebnostim posamezne oblike. Tako je ZOAIS povečal pravno varnost tako ponudnikov kot vlagateljev v AIS. Poleg tega veljaven Program za strukturne reforme (v nadaljevanju SRSP) pod pokroviteljstvom Evropske komisije prispeva k razvoju sektorja AIS v Sloveniji. Nova Strategija razvoja trga kapitala v Sloveniji, ki bo kmalu postala aktualna, nakazuje tudi perspektivnost obravnavane tematike v evropskem prostoru.

Namen magistrskega dela je obravnavati alternativne investicijske sklade kot ločeno gospodarsko kategorijo skupaj s trenutnimi akterji v tem segmentu, njihovimi značilnostmi delovanja, finančnimi in računovodskimi posebnostmi ter do neke mere osvetliti ta finančni instrument, povečati finančno pismenost investitorja in na splošno izraziti optimističen pogled na razvoj lokalnega kapitalskega trga.

Magistrsko delo vključuje tako teoretično kot empirično komponento. Teoretični del zajema pregled relevantne literature in zakonodaje, povezane z obravnavano temo. Primarne ugotovitve so predstavljene z različnimi metodami, kot je deskriptivna metoda, ki vključuje zagotavljanje dejanskih in empiričnih dokazov za razmerja, primerjalna metoda, ki primerja pojave in razmerja, da ugotovi podobnosti in razlike, kar vodi do določenih zaključkov, metoda kompilacije, ki povzema ugotovitve, stališča in zaključke različnih avtorjev, in zgodovinska metoda, ki analizira znanje skozi čas.

Empirični del študije je bil izveden na evropskih in slovenskih trgih kapitala glede alternativnih in investicijskih skladov. Cilj raziskave je bil pridobiti celovito razumevanje raziskovalnega vprašanja in podati odgovore. Raziskovalna vprašanja pri tem so bila naslednja:

- Ali je AIS konkurenčen finančni instrument na investicijskem trgu in zakaj ga slovensko gospodarstvo potrebuje?
- V kakšnem pravnem okviru lahko sklad deluje, kaj prinaša novela ZOAIS, kakšne so notranje značilnosti finančnega, računovodskega in davčnega področja alternativnega sklada ter poslovanja udeležencev v tem segmentu?

- Ali lahko vlaganje v AIS revitalizira lokalno gospodarstvo in lokalni kapitalski trg, prispeva k razvoju infrastrukture – gradbeni sektor, poslovanje malih in srednje velikih podjetij, zagonskih podjetij, upravljanje tveganega kapitala?

Alternativni investicijski skladi so razmeroma nov segment v finančnem svetu, še posebej v Sloveniji, in so zato v literaturi še redko obravnavani. Pri uporabi informacij sem v prvi vrsti upoštevala zakonodajo Slovenije in evropske predpise, ki urejajo investicijsko dejavnost, delo skladov in njihovih družb za upravljanje. Večinoma so bili to dokumenti regulatorjev tega segmenta: Agencije za trg vrednostnih papirjev (ATVP), Evropskega organa za vrednostne papirje in trge (ESMA), Evropskega združenja skladov in upravljanja sredstev (EFAMA), Evropske centralne banke, Banke Slovenije, statistični podatki in analitična poročila Eurostata, Statičnega urada Republike Slovenije, Urada za makroekonomske analize in razvoj (UMAR), analitika Ljubljanske borze, članki vodilnih analitikov v znanstvenih revijah, tako na papirju kot v elektronski obliki, v obliki konferenc in intervjujev. Uporabljala sem tudi strokovno literaturo slovenskih in tujih avtorjev. Neposredne dejavnosti družb za upravljanje alternativnih skladov so obravnavane na podlagi informacij na dostopnih spletnih straneh teh družb.

Upoštevač dejstvo, da finančni trgi predstavljajo zrcalno sliko dogajanja v svetu in se trenutno dinamično razvijajo ter jih je zato težko predvideti, so podatki za preučevanje teme zbrani iz najnovejših virov in odražajo stanje segmenta AIS za statično, zadnje obdobje, ki temelji na rezultatih zadnje objave večine poročil z dne 31. 12. 2021, v nekaterih primerih z dne 31. 12. 2022.

Magistrsko delo je razdeljeno na uvod in štiri poglavja, od katerih ima vsako podpoglavja.

V uvodu sem utemeljila aktualnost teme, v drugem poglavju je na kratko obravnavan kapitalski trg v Sloveniji, eksogeni in endogeni dejavniki, ki vplivajo na njegove sestavine – trg vrednostnih papirjev, bančni sektor. Predstavljeno je vedenje vlagatelja na tem trgu, podan je pojav velike nagnjenosti k varčevanju na bančnih računih v Sloveniji, poleg tega pa so obravnavane tudi druge možnosti naložb.

Tretje poglavje opisuje pravni okvir, v katerem lahko deluje investicijski sklad, in predstavlja oblike alternativnih skladov v Evropi. V nadaljevanju je pojasnjeno, zakaj je razvoj tega segmenta za Slovenijo v luči Programa za podporo strukturnih reform nujen, kakšne naložbene aktivnosti so možne v tem sektorju na podlagi Strategije razvoja trga kapitala v Sloveniji.

Četrty sklop je vsebinsko najobsežnejši in najbolj pomemben, saj je posvečen neposredno alternativnim investicijskim skladom, njihovim oblikam in različicam glede na slovensko zakonodajo, strukturi premoženja posameznih skladov, njihovi potencialni donosnosti; v njem je predstavljeno, po kakšnih pravilih deluje družba za upravljanje, po kakšnih standardih se

ravna pri svojem delovanju, s kakšnimi tveganji se sooča in kako jih obvladuje. Ločeno sem predstavila računovodski vidik, finančno in nefinančno poročanje. V posebnem podpoglavju je izpostavljen davčni vidik transakcij s premoženjem sklada tako za imetnike kuponov kot za upravljavce skladov v vlogi pravnih oseb. Pozornost sem namenila tudi nadzornemu organu, ki nadzira delo skladov in družb za upravljanje.

Peti del podaja primere delovanja posameznih družb za upravljanje alternativnih skladov v Sloveniji, njihov tržni položaj, naložbeno politiko in rezultate poslovanja. Na koncu so podani zaključki in priporočila za razvoj industrije alternativnih skladov kot dela kapitalskega trga.

2 RAZVOJNO IZHODIŠČE IN OCENA STANJA KAPITALSKEGA TRGA SLOVENIJE

2.1 Kapitalski trg v finančni strukturi države

Če postavimo kapitalske trge v splošni koncept finančnega sistema določene države, jih lahko razumemo kot sistem, preko katerega se finančna sredstva posredujejo med tistimi, ki imajo v nekem obdobju presežek sredstev, neko privarčevano vsoto, in tistimi, ki bi v tem istem obdobju želeli več investirati, a nimajo dovolj lastnih sredstev.

Vsak finančni sistem določene države ima v osnovi tri segmente subjektov, ki so med sabo vpeti v finančne odnose – gospodinjstva, podjetniški sektor in državo. Obenem je finančni sistem sestavljen iz dveh segmentov: banke so finančni posredniki, na drugi strani pa je neposredni finančni trg, na katerem trgujejo s finančnimi instrumenti. Kapitalski trg je eden od segmentov teh finančnih trgov, ki je bolj namenjen dolgoročnemu financiranju. Drug segment predstavljajo denarni trgi, ki so namenjeni kratkoročnemu financiranju do enega leta, lahko tudi preko noči.

Kapitalske trge lahko razdelimo v dva sklopa: primarni trg, ki je namenjen izdaji vrednostnih papirjev, in sekundarni trg, na katerem se s temi vrednostnimi papirji trguje. Kapitalski trgi so za investitorje zanimivi, ker omogočajo višji donos kot na depozitu, diverzifikacijo tveganj pri naložbah in njihovo likvidnost (Mrak in drugi, 2023).

V Sloveniji in tudi v Evropi kot celoti kapitalski trg v veliki meri predstavlja bančni sektor, medtem ko je trg vrednostnih papirjev manj razvit (Mrak in drugi, 2023).

2.2 Vpliv makroekonomskih okoliščin na finančni trg

Makroekonomske okoliščine precej vplivajo na dolgoročne in kratkoročne odločitve kapitala.

Finančna kriza leta 2008 se je v Sloveniji zagotovo poznala v letih 2009–2010, od takrat država vlaga vse več denarja v gospodarstvo in tako vsako leto povečuje obseg denarja. V zadnjih treh letih je bila pandemija katalizator inflacije, ko večina sektorjev zaradi prekinitve dobavnih verig in popolnega zaprtja številnih panog ni mogla slediti običajnemu gospodarskemu ciklu. Tako so državna prizadevanja v obliki subvencij in finančne pomoči podjetjem javnega in zasebnega sektorja kljub pomoči gospodarstvu, da se okrepi in omili posledice pandemije, prispevala k povišanju inflacije v evroobmočju.

Gospodarski obeti za evroobmočje so se v zadnjem času poslabšali zaradi višje in vztrajnejše inflacije na energente in hrano. Gospodarske posledice vojne v Ukrajini še naprej prispevajo k močnim inflacijskim pritiskom, zaradi česar je zaupanje potrošnikov in podjetij šibko, medtem ko se realni razpoložljivi dohodek zmanjšuje, močni stroškovni pritiski pa omejujejo proizvodnjo, zlasti v energetske intenzivnih sektorjih. Negativne gospodarske vplive naj bi delno omilili ukrepi javnofinančne politike (Evropska centralna banka, 2022).

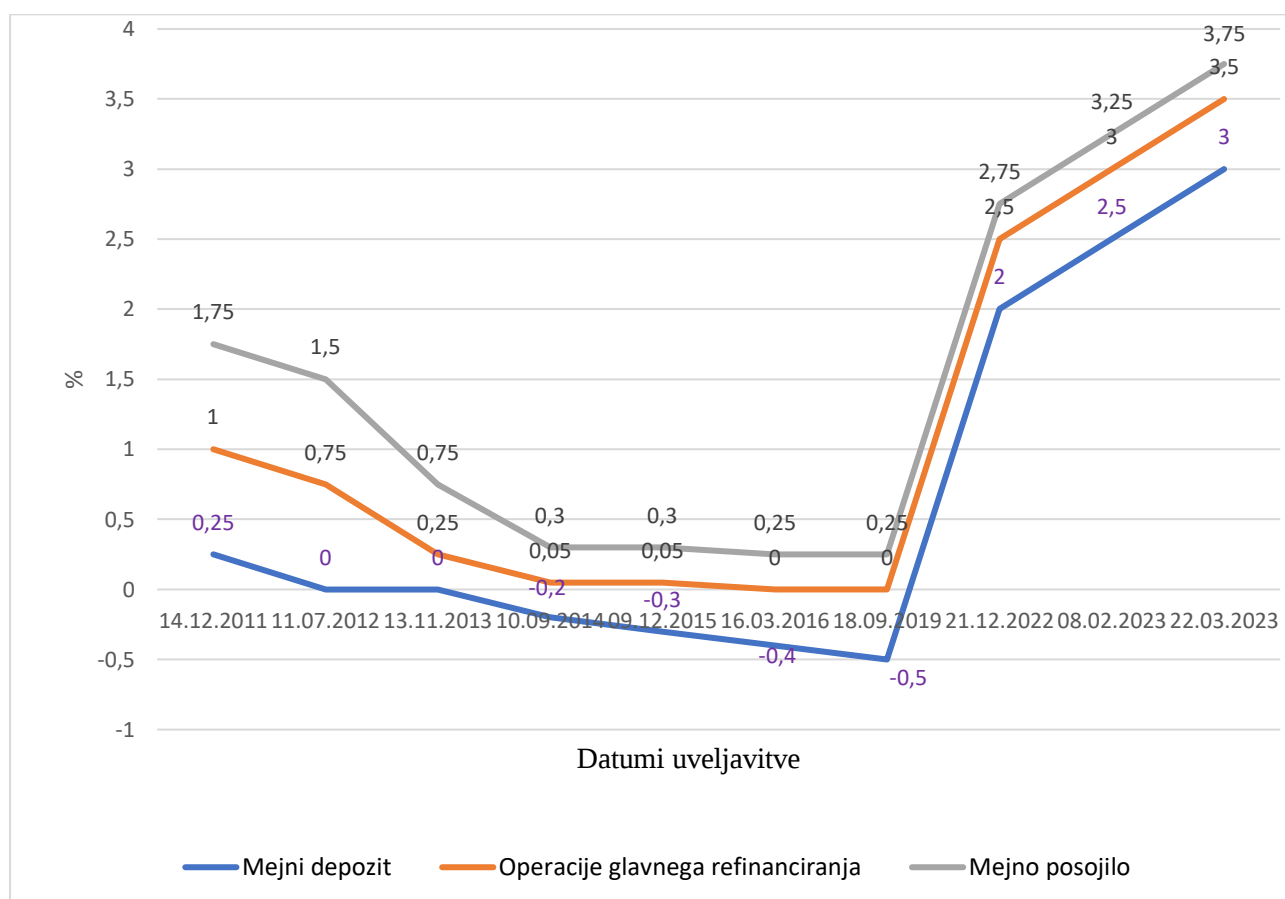
Te negativne makroekonomske okoliščine oblikujejo smer monetarne in fiskalne politike v evroobmočju ter določanje Evropske centralne banke (v nadaljevanju ECB) višjih ključnih obrestnih mer.

Monetarna politika EU poskuša preko transmisijskega mehanizma s svojimi odločitvami, predvsem glede obrestnih mer, vplivati na potrošnjo, varčevanje in investiranje v gospodarstvu ter na splošno raven cen. Njihova višina vpliva na obrestne mere, ki jih poslovne banke za posojeni denar zaračunavajo svojim strankam. Banke si pri centralni banki izposojajo denar, zato je cena tega denarja ključna za določanje obrestnih mer v gospodarstvu.

Iz 10-letnega obdobja nenavadno nizkih, negativnih obrestnih mer ECB je Evropa prišla na raven 3–4 % obrestnih mer (rast je izražena na sliki 1). Iz tega lahko sklepamo, da je cena kapitala postala dražja za vse.

Konec leta 2022 je Svet ECB sprejel odločitev, da dvigne vse tri ključne obrestne mere ECB za 50 bazičnih točk in na podlagi znatnega povečanja inflacijskih obetov napoveduje tudi nadaljnje zvišanje. S tem so se obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja povečale za 2,50 odstotne točke, obrestne mere za odprto ponudbo mejnega posojila za 2,75 odstotne točke ter obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita za 2,00 odstotne točke (rast prikazuje slika 1). Nove obrestne mere so začele veljati 21. 12. 2022. Svet ECB predvideva, da bo potrebno obrestne mere še naprej enakomerno dvigovati, preden dosežejo dovolj restriktivne ravni, da bi se inflacija čimprej vrnila na ciljno 2-odstotno raven v srednjeročnem obdobju. Z ohranjanjem obrestnih mer na restriktivnih ravneh se bo inflacija sčasoma znižala zaradi zmanjšanja povpraševanja. To bo preprečevalo tudi tveganje vztrajnega zviševanja inflacijskih pričakovanj (Evropska centralna banka, 2022, str.7).

Slika 1: Dinamika ključnih obrestnih mer ECB (v %)

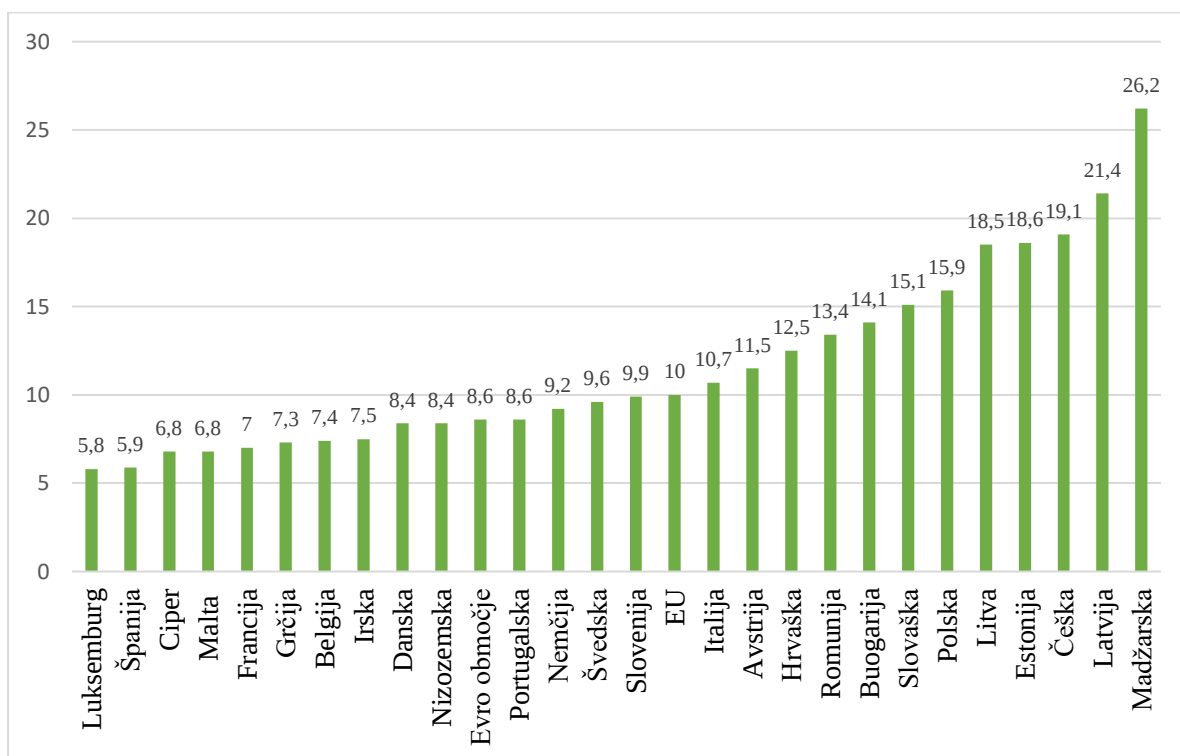


Prirejeno po Banka Slovenije (brez datuma).

Kadar ECB spremeni ključne obrestne mere (obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja, obrestna mera mejnega depozita in obrestna mera mejnega posojila), se to odraža v celotnem gospodarstvu, vključno z bančnimi posojili, posojili na trgu, stanovanjskimi krediti, obrestnimi merami za bančne vloge in drugimi finančnimi instrumenti. Gospodinjstva se zadolžujejo manj, in sicer zaradi strožjih kreditnih standardov, vse višjih obrestnih mer, vse slabih obetov na stanovanjskem trgu in nižjega zaupanja potrošnikov (Evropska centralna banka, 2022, str.7).

Kljub rekordnim dvigom referenčnih obrestnih mer v relativno kratkem času se inflacija tako v Evropi kot tudi v ZDA še vedno ni približala ciljni meji dveh odstotkov. V območju z evrom se je inflacija januarja 2023 znižala z 9,2 na 8,6 %, inflacija v Sloveniji se je skoraj približala 10 % (kot kaže slika 2).

Slika 2: Letna stopnja inflacije, januar 2023 (v %)



Vir: Eurostat (2023).

Strukturne spremembe v gospodarstvih številnih razvitih držav, ki so se oblikovale v zadnjih desetletjih, finančna kriza leta 2008 ter trenutna gospodarska šoka zaradi pandemije in vojne so upočasnili gospodarsko rast držav evroobmočja in trajno vplivali na dinamiko kapitalskega trga v Sloveniji. Inflacija, minimalna gospodarska rast (1,5 % za leto 2023 po napovedi UMAR), obrestno tveganje ter volatilitnost borznih indeksov so trendi, ki ustvarjajo šibko razpoloženje na kapitalskem trgu, kar se odraža v ravnanju finančnih instrumentov in gospodinjstev, strukturi varčevanja in portfelja investiranja ter splošni stopnji zaupanja potencialnih vlagateljev.

2.3 Institucionalno okolje in izvajalci na slovenskem trgu kapitala

Eno izmed najhitreje razvijajočih se gospodarskih področij tako v Sloveniji kot tudi po svetu je brez dvoma področje financ. Vsak dan na finančnih trgih opazimo pojav novih finančnih instrumentov, ki jih finančne institucije, podjetja, države in drugi uporabljajo, da bi privabili vlagatelje in jih prepričali, da bi vložili svoje prihranke v njihove finančne instrumente. Trg financ delimo na dva glavna trga: trg denarja in trg kapitala. Finančne institucije, zlasti poslovne banke, opravljajo tudi funkcijo transformacije ročnosti, kar pomeni, da povezujejo oba trga (Mramor, 2000, str. 23).

Kapitalski trg je sestavljen iz dveh delov: primarnega trga, ki vključuje novoizdane finančne instrumente ali dodatne količine že izdanih finančnih instrumentov, in sekundarnega trga, ki vključuje nakupe že izdanih finančnih instrumentov.

Za številne države so kapitalski trgi zelo pomemben del gospodarstva in gospodarskega razvoja. Za države kot je Slovenija z razmeroma visokim razmerjem med javnim dolgom in bruto domačim proizvodom (v nadaljevanju BDP), pa je trg kapitala še pomembnejši (Ministrstvo za finance, 2023).

Kapitalski trg v Sloveniji na splošno velja za nerazvitega, obrobnega zaradi svoje omejene velikosti, pomanjkanja finančnih instrumentov za vlagatelje in nizke tržne kapitalizacije Ljubljanske borze. Posledica tega je skromna likvidnost, zaradi česar je za vlagatelje težko trgovati. Posledično se večina financiranja v Sloveniji še vedno izvaja prek bank, tudi za lokalna podjetja. Evropska komisija je že prej priporočila razvoj slovenskega kapitalskega trga, ki je nato leta 2021 financirala pripravo priporočil projekta za krepitev in razvoj slovenskega kapitalskega trga (Grgič, 2023).

Slovenski trg kapitala sestavljajo finančne institucije, ki izvajajo različne finančne storitve (Ministrstvo za finance, 2023):

- borzoposredniške družbe, banke in v določenih primerih tudi družbe za upravljanje opravljajo investicijske storitve in posle;
- družbe za upravljanje opravljajo storitve upravljanja kolektivnih naložbenih podjetij za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (vzajemni sklad ali krovni sklad);
- upravljalci alternativnih investicijskih skladov opravljajo storitve upravljanja AIS (alternativni vzajemni sklad, investicijska družba ali specialna komanditna družba);
- institucije tržne infrastrukture: LB, ki opravlja storitve upravljanja borznega trga in večstranskega sistema trgovanja (Multilateral Trading Facility, v nadaljevanju MTF);
- Centralna klirinško depotna družba, d. o. o. (v nadaljevanju KDD), ki ima status centralne depotne družbe in opravlja storitev poravnave finančnih instrumentov.

Agencija za trg vrednostnih papirjev je pomembna institucija na slovenskem finančnem trgu in poleg tega je tudi pravna oseba javnega prava. Pri opravljanju svojega dela je neodvisna in samostojna. Njeno temeljno poslanstvo je zagotavljanje varnega, preglednega in učinkovitega trga finančnih instrumentov. Z izvajanjem nadzora nad borzoposredniškimi družbami, bankami, ki opravljajo investicijske posle in storitve, družbami za upravljanje, upravljalci alternativnih investicijskih skladov, investicijskimi skladi, vzajemnimi pokojninskimi skladi, javnimi družbami, delniškimi družbami, za katere se uporablja Zakon o prevzemih, ter z opravljanjem drugih regulatornih nalog ustvarja pogoje za učinkovito delovanje trga finančnih instrumentov. Vrednost finančnih instrumentov v centralnem registru KDD je konec leta 2021 znašala skoraj 59 mrd. EUR (ATVP, brez datuma a).

Konec leta 2021 je bilo pri ATVP priglašanih 560 investicijskih podjetij iz držav članic, ki lahko neposredno opravljajo investicijske storitve in posle v Republiki Sloveniji.

Ljubljanska borza je organiziran trg, kjer se trguje z vrednostnimi papirji in drugimi finančnimi instrumenti v Sloveniji. KDD pa upravlja sistem poravnave vrednostnih papirjev in ima status centralne depotne družbe z ustrezno licenco. Družbe za investicijske storitve v Sloveniji uporabljajo različne metode trženja, vključno z vzpostavljenimi mrežami bank, zavarovalnic, pridruženih borznoposredniških agentov in neposredno prodajo (Ministrstvo za finance, 2023).

Na Ljubljanski borzi je v letu 2021 delovalo devet borznoposredniških družb in bank, ki so opravljale borznoposredniške storitve. Med njimi je bilo z 28,9-odstotnim deležem v celotnem prometu ponovno največji udeleženec na trgu podjetje Intercapital vrednostni papirji. Takoj za njim sta bili BKS bank AG in podružnica banke z 18,6-odstotnim tržnim deležem ter borznoposredniška hiša Ilirika s 13,9-odstotnim deležem celotnega tržnega prometa. Ljubljanska borza je imela konec leta 2021 devet članov, od tega so bili štirje tujci, katerih skupni delež v skupnem prometu na trgu je znašal 52,8 % (Ljubljanska borza, 2022). Vse navedene institucije v skladu z zakonodajo za svoje poslovanje potrebujejo dovoljenje nadzornih institucij (ATVP in Banke Slovenije), ki njihovo delovanje tudi nadzorujeta.

Nadzorni instituciji urejata trg kapitala v Sloveniji, medtem ko različne finančne institucije opravljajo investicijske storitve, upravljajo sredstva in poravnavajo vrednostne papirje (Ministrstvo za finance, 2023).

2.4 Trg vrednostnih papirjev, delovanje Ljubljanske borze

Ljubljanska borza je družba, ustanovljena za omogočanje nakupa in prodaje vrednostnih papirjev in drugih finančnih instrumentov na transparenten, učinkovit ter na način, ki je v skladu z zakoni in predpisi. Njen namen je povezovanje ponudnikov in iskalcev vrednostnih papirjev ter zagotavljanje organiziranega in likvidnega izvajanja poslov (Ljubljanska borza, 2022, str. 6).

Statutarne dejavnosti Ljubljanske borze so upravljanje finančnega trga z instrumenti, objavljanje tečajev finančnih instrumentov, posredovanje informacij o ponudbi, povpraševanju, tržni vrednosti in drugih podatkih o finančnih instrumentih, izvajanje analitičnih raziskav na finančnem trgu, opravljanje tehničnih storitev trgovanja, prodaja in vzdrževanje računalniških programov, razvitih za zagotavljanje lastnih storitev (Ljubljanska borza, 2022, str. 6).

Po krizi v obdobju med letoma 2009 in 2013 so se gospodarske razmere sicer izboljšale, vendar je na slovenskem na trgu še vedno premalo novih kotacij lastniških vrednostnih papirjev, kar zavira povečanje celotnega prometa na LB. Od leta 2009 so se pojavili le štirje novi izdajatelji delnic, pri čemer je bil en obstoječi izdajatelj odobren za širitev v letu 2020 in še dva v letu

2021 (Ministrstvo za finance, 2023). Stanje slabe razvitosti trga vrednostnih papirjev v Sloveniji se delno odraža v naslednjih kazalnikih, ki so predstavljeni v tabeli 1.

Tabela 1: Ključni kazalniki uspešnosti razvoja slovenskega trga kapitala

	2019	2020	2021	2022
Dnevni promet (mio. EUR)	1,2	1,6	1,5	1,3
Nove kotacije delnic	0	0	0	1
Tržna kapitalizacija (kot % BDP)	14,6	14,7	18,2	13,2

Vir: Ministrstvo za finance (2023, str.4)

Skupno število izdajateljev, ki kotirajo na borzi, pa se od leta 2000 zmanjšuje oziroma stagnira.

Tako kot v preteklosti se je tudi v letu 2021 največ trgovalo z delnicami Krke iz prve kotacije. Te so predstavljale 43,4 % vsega borznega prometa. Na drugem mestu glede na promet so bile delnice NLB s 15,3-odstotnim deležem, na tretjem pa delnice Petrola s 14,8-odstotnim deležem. Med obveznicami je bil največji promet dosežen z obveznicami KD Group.

Konec leta 2022 je bilo na borzni in obvezniški trg uvrščenih 24 delnic in 28 obveznic, skupni promet na Ljubljanski borzi pa je znašal 431 mio. EUR. Največ prometa je bilo ustvarjenega s farmacevtskim sektorjem, ki je predstavljal 44,4 % celotnega prometa, sledijo pa bančništvo, zavarovalništvo in trgovanje z energenti. Prvih pet delnic je predstavljalo 86,1 % celotnega prometa v letu 2022, pri čemer je 11 podjetij ustvarilo zanemarljiv promet. Zato je slovenski delniški trg nizko ponudben in nerazvit (Ministrstvo za finance, 2023).

Kljub izboljšanju gospodarskih razmer po krizi v obdobju med letoma 2009 in 2013 ni bilo novih kotacij na trgu lastniških vrednostnih papirjev, ki bi bistveno povečale obseg celotnega prometa na Ljubljanski borzi, razen kotacije delnic NLB konec 2013. Leta 2009 so se pojavili štirje novi izdajatelji delnic. Te nove uvrstitve so potekale v letih 2011, 2013, 2018 in 2022. Kljub temu velja omeniti, da je v letu 2020 ATPV enemu obstoječemu izdajatelju odobrila razširitev kotacije, v letu 2021 pa dvema izdajateljema.

Skupno število izdajateljev, katerih vrednostni papirji kotirajo na borzi, se zmanjšuje. Od začetka leta 2000, ko je na Ljubljanski borzi kotiralo več kot 200 delnic izdajateljev, se število izdajateljev vsako leto zmanjšuje ali stagnira. Na primer, konec leta 2019 so na Ljubljanski borzi kotirale delnice 29 podjetij, leta 2020 jih je bilo 27, leta 2021 25, leta 2022 pa je to število upadlo na 24. Konec leta 2022 je bilo na delniške in obvezniške trge skupno uvrščenih 52 dolgoročnih finančnih instrumentov, od tega 24 delnic (od tega 9 v prvi kotaciji, kjer kotirajo najboljši izdajatelji, 15 pa v standardni kotaciji) in 28 obveznic (Ministrstvo za finance, 2023).

Skupni promet na Ljubljanski borzi je v letu 2020 znašal 400 mio. EUR, v letu 2021 380 mio. EUR, v letu 2022 pa 431 mio. EUR. Največji obseg prometa na Ljubljanski borzi je bil v letu 2022 ustvarjen v farmacevtskem sektorju, ki ga predstavlja le eno podjetje (Krka, d. d.). Promet z delnicami te družbe je predstavljal 44,4 % celotnega prometa z delnicami na organiziranem trgu Ljubljanske borze. Druge pomembnejše panoge v letu 2022 so bile bančništvo (delnice NLB z 19,5 % celotnega prometa), zavarovalništvo (z 12 % celotnega prometa) in trgovanje z energetiko (delnice Petrola, d. d., z 10,2 % celotnega prometa) (Ministrstvo za finance, 2023).

Podobno kot na prvem trgu lastniških vrednostnih papirjev se je tudi na prvem trgu dolžniških vrednostnih papirjev pojavil le en nov izdajatelj, ki je javno izdal svoje dolžniške instrumente od leta 2018. V letu 2020 so bili za uvrstitev obveznic dveh obstoječih izdajateljev v organizirano trgovanje s strani ATVP potrjeni trije prospekti, medtem ko je bil v letu 2022 potrjen en prospekt za uvrstitev obveznic v organizirano trgovanje drugega izdajatelja, ki pred tem s svojimi vrednostnimi papirji na organiziranem trgu še ni trgoval.

Na Ljubljanski borzi so novembra 2022 kotirale obveznice, zakladne menice in blagajniški zapisi osmih izdajateljev, kar je manj kot število kotirajočih izdajateljev leta 2019, ki jih je bilo 16 tudi v zadnjih letih. Leta 2020 je bilo na trgu obveznic opravljenih poslov v skupni vrednosti 1,8 mio. EUR, leta 2021 pa le še 0,2 mio. EUR. Za primerjavo je bil v obdobju med letoma 2001 in 2008 promet z obveznicami vsako leto v več sto mio. EUR. Naložbena strategija »kupi in drži« se krepi tudi pri večjih vrednostih nezapadlih obveznic na trgu (Ministrstvo za finance, 2023, str. 11).

Gibanja na slovenskem trgu finančnih instrumentov leta 2021 kažejo, da so bila prizadevanja za ohranjanje likvidnosti na kapitalnem trgu iz preteklih let uspešna. Na trgu se je povečala vrednost finančnih instrumentov, kar je povzročilo rast indeksa SBITOP (indeks celotnega delniškega trga Ljubljanske borze). Celotna tržna kapitalizacija borznega trga je v letu 2021 presegla 44,0 mrd. EUR, kar je 7,6-odstotna rast glede na konec leta 2020 (ATVP, 2022a, str.20). Kljub temu da je Ljubljanska borza majhna v primerjavi s svetovnimi borzami in ima kratko 30-letno zgodovino, je bila za leto 2021 prepoznana kot ena najdonosnejših borz v svetu.

Ljubljanska borza je 3. maja 2021 uvedla nov indeks, imenovan Slovenski indeks skupne donosnosti »blue chipov« ali SBITR. Indeks je sestavljen iz 9 delnic Ljubljanske borze in je imel 30. 12. 2020 osnovno vrednost 1000 točk. Do konca leta 2021 se je vrednost indeksa povečala na 1478 točk (ATVP, 2022b).

Po mnenju glavnega ekonomista Gospodarske zbornice Slovenije (v nadaljevanju GZS) Bojana Ivanca slovenski borzni indeks ni dober pokazatelj stanja v realnem gospodarstvu. V Sloveniji v realnem gospodarstvu predelovalne dejavnosti predstavljajo 24 % dodane vrednosti, trgovina pa 12 %. Konkretno znotraj trgovskih družb nimamo nobene družbe med večjimi. Imamo Krko, ki je zelo pomembno podjetje, a v segmentih energetike ali avtomobilске industrije nimamo niti ene pomembne družbe, ki bi bila uvrščena na naš trg kapitala. Sama

ponudba je vsako leto manjša. Nekatere družbe, ki so bile v preteklosti prevzete, so bile umaknjene s kapitalskega trga. V tej drugi kotaciji SI Enter pa vemo, da je likvidnost zelo šibka. S tega vidika se moramo zavedati, da same zadeve v realnem gospodarstvu nimajo zelo visoke korelacije z gibanjem naših delniških tečajev. Število družb, ki so uvrščene na slovenski kapitalski trg relativno majhno (Kristan Fazarinc, 2022).

V letu 2021 se je na Ljubljanski borzi v primerjavi s preteklim letom nekoliko zmanjšal tako promet kot tudi število poslov v primerjavi s preteklim letom, predvsem zaradi zmanjšanja prodaje in nakupov finančnih instrumentov. Največ poslov na borzi je bilo sklenjenih z lastniškimi instrumenti (delnice), in sicer za okoli 379,79 mio. EUR, z dolžniškimi instrumenti (obveznicami) pa je bilo prometa precej manj, okoli 0,16 mio. EUR. Posledično je skupna vrednost prometa v letu 2021 v primerjavi z letom prej upadla za okoli 5,5 % in dosegla skoraj 380 mio. EUR (ATVP, 2022b, str.19).

Kot meni glavni ekonomist GZS Bojan Ivanc ima Slovenija na trgu finančnih instrumentov velik potencial, saj ima dobre družbe, nekatere že kotirajo na Ljubljanski borzi, nekatere pa bi še lahko, ima veliko kapitala (prihrankov), ki bi ga lahko prelila v gospodarstvo prek trga in tudi veliko znanja o novih produktih in tehnologijah. Slovenija bi vse to lahko izkoristila za razvoj kapitalskega trga, sprejeti bi bilo treba le pravilno strategijo, ki bi omogočala bolj konkurenčno okolje v primerjavi z državami v regiji (Kristan Fazarinc, 2022).

Zato so potrebni ukrepi, ki bodo ta trend obrnili. Precej takšnih ukrepov je opisanih v omenjenem zaključnem poročilu PWC in BTA Consulting, kjer je izpostavljeno, da ima Slovenija možnost in priložnost za razvoj svojega trga, predvsem pa so poudarki na novih produktih (npr. ESG) in tehnologijah (Fin-Tech), kjer so priložnosti zaradi bolj razpršene konkurence večje. Ni smiselno, da so pri nas prepovedane tehnološke rešitve, ki so v EU dovoljene (Kristan Fazarinc, 2022).

Pomembna vrzel, ugotovljena na strani povpraševanja, se nanaša na visoke transakcijske stroške in provizije, povezane z lastništvom finančnih instrumentov pri ponudnikih investicijskih storitev. Povprečna provizija za nakup ali prodajo delnic na Ljubljanski borzi prek lokalnega ponudnika investicijskih storitev se na primer giblje med 0,7 in 0,8 %, odvisno od vrednosti posla. Najbolj so zaradi minimalnih provizij za vodenje računa (npr. 18 EUR na leto) prizadeti manjši vlagatelji, in sicer ne glede na vrednost portfelja. Glavni razlogi za visoke provizije so: nizka likvidnost trga in majhen promet, nizka raven konkurence (na trgu deluje le pet domačih ponudnikov investicijskih storitev, ki so hkrati tudi člani borze), dodatni stroški, ki jih zaračunavata KDD in Ljubljanska borza, kar povečuje končne stroške za vlagatelje, zastarela infrastruktura in pomanjkanje inovativnih rešitev za izvrševanje poslov (PwC EU Services EESV & BTA Consulting Limited, brez datuma).

Najpomembnejša podjetja za domače naložbe, kot so Krka, Luka Koper, Petrol, obe zavarovalnici, Cinkarna Celje in NLB, odlično dopolnjujejo naložbene portfelje vlagateljev z

zmerno nagnjenostjo k tveganju, kljub temu da domače delnice izplačujejo skoraj najvišje dividende, napovedi poslovanja pa ostajajo obetavne.

Na Ljubljanski borzi kotira tudi nekaj delnic finančnih družb, med njimi so največja bančna skupina, NLB in dve zavarovalniški skupini. Lahko rečemo, da ta kriza ni negativno vplivala na te družbe. Na njihovo vrednost ima lahko večji vpliv sprememba monetarne politike in gibanje centralne obrestne mere ECB (Jenko, 2022).

Zvišanje temeljnih obrestnih mer bo pozitivno vplivalo na prihodke bank, in sicer na dobičkonosnost delnic NLB zaradi povečanja variabilnih kreditnih obveznosti komitentov. Ker ima skoraj 5,8 mrd. EUR kreditnega portfelja NLB Skupine variabilno obrestno mero, v prihodnjih treh četrtletjih pričakujemo večjo rast obrestnih prihodkov banke. NLB banka predvideva, da bo zvišanje obrestnih mer za 100 bazičnih točk (občutljivost na EURIBOR) povzročilo dodatnih 61,4 mio. EUR čistih obrestnih prihodkov na leto. V zadnjih šestih mesecih se je šestmesečni EURIBOR povečal za več kot tri odstotne točke. Velja pa opozoriti, da lahko dražji kredit zmanjša povpraševanje po novem zadolževanju in poveča težave pri odplačevanju obstoječih posojil. Po drugi strani pa bodo evropske banke pozdravile 2,5-odstotno depozitno obrestno mero ECB, ki je bila prej julija 2022 pri minus 0,5 % (Kozole, 2023).

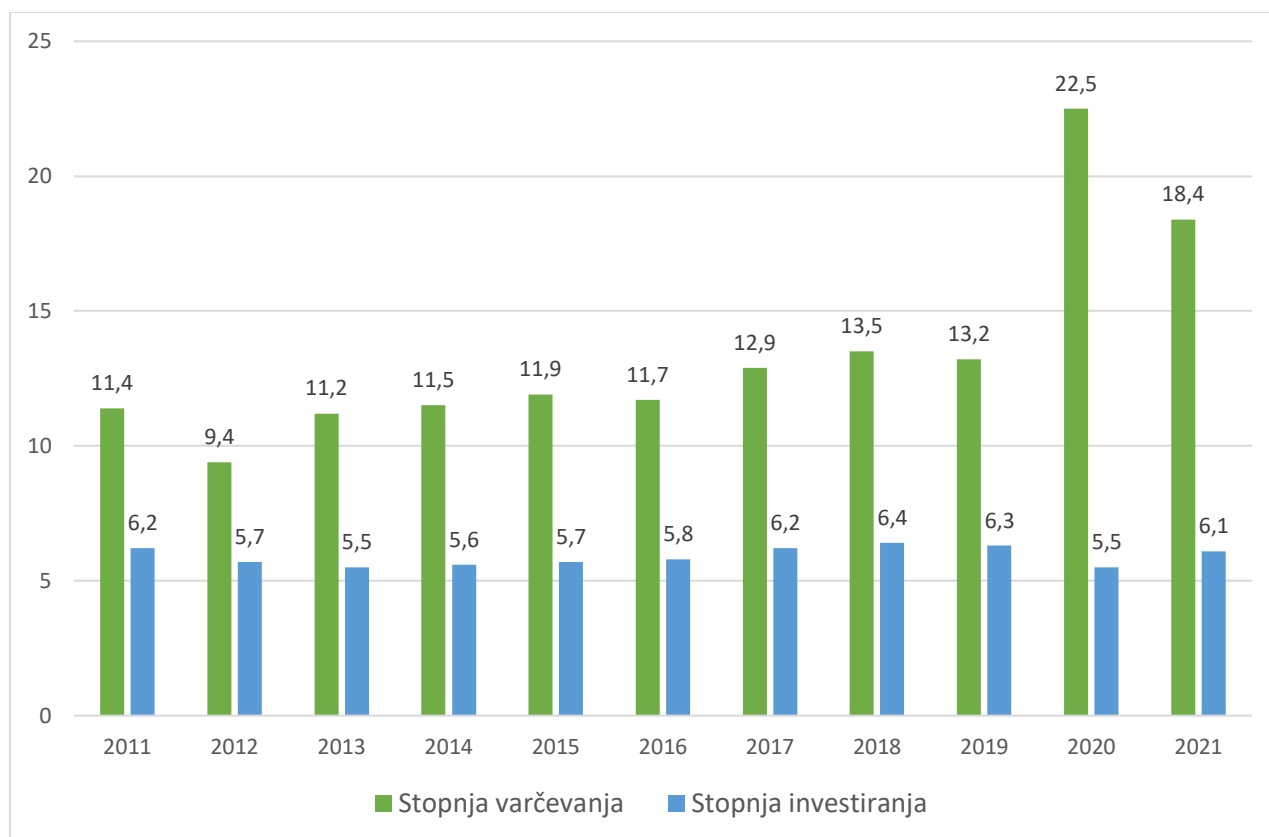
2.5 Struktura varčevanja in investiranja gospodinjestev

Omejeno povpraševanje po investicijah malih vlagateljev se odraža v visoki stopnji varčevanja. Slovenci so bili v preteklosti pri svojih naložbenih odločitvah precej varčen in finančno konservativen narod. Pred zadnjo krizo je prebivalstvo privarčevalo od 13 do 20 % razpoložljivega dohodka, kar je nad povprečjem evrskega območja. Denar in prihranke večinoma vlagajo zelo previdno, v bančne depozite, manj pa se ogrevajo za bolj tvegane naložbe na kapitalskem trgu, ki lahko zaščitijo tudi pred zadnje čase vse višjo inflacijo (Lončarski in drugi, 2021).

Podatki za leto 2019 kažejo, da je stopnja varčevanja gospodinjestev (13,2 %) v Sloveniji skoraj najvišja med primerjanimi državami, višja je le še v Romuniji (14,8 %). Čeprav je stopnja naložb za 6,5 % nižja od povprečja v primerjalni skupini (7,3 %) in nižja kot na primer, na Češkem (8,7 %), Slovaškem (7,2 %) ali Romuniji (6,8 %), kar kaže na nizek interes za naložbe med prebivalstvom. Stopnja varčevanja je opredeljena kot del bruto razpoložljivega dohodka, ki se ne porabi kot izdatek za končno potrošnjo. Stopnja naložb po Eurostatu je opredeljena kot delež investicij (na primer, naložb v nepremičnine in njihovo obnovo) v razmerju do celotnih razpoložljivih dohodkov gospodinjestev, prilagojena za morebitne spremembe vrednosti naložb v pokojninskih skladih gospodinjestev) (PwC EU Services EESV & BTA Consulting Limited, brez datuma). Iz naslednjega grafa na sliki 3 sklepamo, da se stopnja varčevanja iz leta v leto povečuje, najbolj izrazit skok se je zgodil leta 2020 na začetku pandemije.

Hkrati se je investicijska aktivnost gospodinjstev v letu 2021 izenačila z letom 2011 pred desetletjem, ko so se posledice finančne krize leta 2008 najbolj poznale v slovenskem gospodarstvu.

Slika 3: Stopnja varčevanja in stopnja investiranja gospodinjstev Slovenije (v %)



Vir: SURS (2023).

Skupni obseg vlog gospodinjstev konec leta 2022 znašal 25,7 mrd. EUR (UMAR), v teh razmerah bi prenos 10 % vlog in denarja na kapitalski trg povzročil priliv skoraj 2,5 mrd. EUR sredstev na Ljubljansko borzo in v druge instrumente, ki so na voljo na slovenskem kapitalskem trgu.

V strukturi finančnih sredstev slovenskih gospodinjstev se v letu 2021 v primerjavi s prejšnjimi leti ni zaznala velika sprememba. Skoraj polovico (47,8 točk) njihovega finančnega premoženja še vedno predstavljajo gotovina in vloge, sledijo jim delnice in drugi lastniški kapital z 32,2 odstopa. Preostalih 20 se deli na zavarovanje in pokojninske sheme (12,5 točk), dolžniške vrednosti papirja in druge terjatve (5,3 točk) ter posojila (2,2 točk).

Po informacijah o poslovanju Banke Slovenije za februar 2023 so se vloge nebančnega sektorja lani ob visokem prilivu vlog gospodinjstev in nefinančnih družb povečale za 6,9 % oziroma

2,6 mrd. EUR (vloge gospodinjstev za 7,6 % oziroma 1,8 mrd. EUR, vloge nefinančnih družb (v nadaljevanju NFD) pa za 7,9 % oziroma 713 mio. EUR). Slovenija je po medletni rasti vlog gospodinjstev in nefinančnih družb presegla povprečje evrskega območja, medtem ko so ostale obrestne mere za kratkoročne in dolgoročne vezane depozite med najnižjimi v evrskem območju. S tem so ostali varčevalci nemotivirani za vezavo prihrankov, zato se je lani, podobno kot v predhodnih letih, okrepil delež vlog na vpogled na skoraj 84 % vseh vlog nebančnega sektorja in ostal visoko nad evropskim povprečjem (62 %) (Banka Slovenije, 2023, str. 4).

Eden od dejavnikov za takšno vedenje je pomanjkanje finančnega znanja, zaradi česar ljudje niso pripravljeni vlagati denarja na kapitalske trge in hranijo denar v preprostem bančnem depozitu. Najpomembnejši dejavnik nizke investicijske aktivnosti v zadnjih treh letih pa je bila negotovost in nezaupanje tako na finančnem trgu kot v celotnem gospodarstvu, ki sta bila v zadnjem času predvsem posledica pandemije in vojne v Ukrajini, ki je prinesla inflacijo, slabljenje kupne moči gospodinjstev in upočasnitev svetovnega gospodarstva. Kljub temu da je depozit ob upoštevanju negativne realne obrestne mere, prilagojene inflaciji, zajamčen in likviden način varčevanja, pa je to vseeno naložbeni razred z negativnim donosom. Medtem pa konservativne navade Slovencev pri vlaganju v depozite mejijo na zanimanje za nove, bolj tvegane, agresivne naložbe, kriptovalute, ki niso podprte z nobenim jamstvom. 18 % naložb gospodinjstev predstavljajo naložbe v kriptovalute (Mrak in drugi, 2023).

3 RAZVOJ SEGMENTA ALTERNATIVNIH INVESTICIJSKIH SKLADOV IN NJIHOVA VLOGA V LOKALNEM GOSPODARSTVU

3.1 Zakonodaja EU in regulativni okvir za AIS v Sloveniji

Investicijski skladi so kolektivni naložbeni podjemi, katerih edini namen je, da zbirajo premoženje vlagateljev in ga v skladu z vnaprej določeno naložbeno politiko nalagajo v različne vrste naložb, v izključno korist imetnikov enot določenega investicijskega sklada. Investicijski skladi se delijo v dve glavni skupini, in sicer prvo predstavljajo kolektivni naložbeni podjemi za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje, medtem ko preostali skladi sodijo v skupino alternativnih investicijskih skladov.

Kolektivni naložbeni podjemi za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP), ki so regulirani z evropsko Direktivo UCITS (angl. undertaking for collective investment in transferable securities), se v Sloveniji lahko oblikujejo kot vzajemni skladi ali kot krovni skladi s podskladi, ki javno zbirajo premoženje. Ustanovijo jih lahko družbe za upravljanje, ki morajo za ta namen pridobiti dovoljenje Agencije za upravljanje vzajemnega sklada (ATVP, brez datuma c).

Pravni okvir za delovanje investicijskih skladov in njihovo upravljanje so utemeljeni s številnimi evropskimi direktivami in slovenskim zakonodajalcem, ki upoštevajo njihove norme. Za delovanje investicijskih skladov v slovenskem pravnem področju so pomembni naslednji zakoni:

- Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI-1), Ur. l. RS, št. 77/18, 17/19 – popr., 6/19 in 123/21.
- Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1), Ur. l. RS, št. 65/09 – uradno prečiščeno besedilo, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 – odl. US, 82/13, 55/15, 15/17, 2 2/19 – ZPosS, 158/20 – ZIntPK-C in 18/21.
- Zakon o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov (ZUAIS), Ur. l. RS, št. 32/15, 77/18, 161/21 in 101/22 – ZOAIS.
- Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-3), Ur. l. RS, št. 31/15, 81/15, 77/16, 77/18, 161/21 in 101/22 – ZOAIS.
- Zakon o oblikah alternativnih investicijskih skladov (ZOAIS), Ur. l. RS, št. 101/22.

S temi zakoni se podrobneje ureja izvajanje naslednjih ključnih direktiv Evropske unije:

- **Direktiva 2011/61/EU** Evropskega parlamenta in Sveta z dne 8. junija 2011 o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov (v nadaljevanju **AIFMD Direktiva**).
- **Direktiva 2009/65/ES** Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje UL L št. 302 z dne 17. 11. 2009 (v nadaljevanju **UCITS Direktiva**).

V okviru svežnja o uniji kapitalskih trgov (v nadaljevanju CMU) z dne 25. novembra 2021 je Komisija sprejela zakonodajni predlog, ki priporoča spremembo okvira AIFMD, da bi trg AIS postal še učinkovitejši, da bi se izboljšala zaščita vlagateljev ter omogočilo boljše spremljanje in upravljanje tveganj za finančno stabilnost (European Commission, brez datuma).

EU je vzpostavila regulativne okvire za tri vrste alternativnih naložbenih shem:

- **Uredba 345/2013 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 17. 4. 2013 o evropskih skladih tveganega kapitala (EuVECA)** zajema posebno vrsto alternativnih investicijskih skladov, ki vlagajo v novoustanovljena podjetja in podjetja v zgodnji fazi razvoja. Ta sredstva zagotavljajo dolgoročno financiranje inovativnih podjetij.
- **Uredba 346/2013 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 17. 4. 2013 o evropskih skladih za socialno podjetništvo (EuSEF)** se nanaša na alternativne naložbene sheme, ki se osredotočajo na socialna podjetja. Ta podjetja imajo jasen družbeni cilj in si prizadevajo za pozitiven vpliv, namesto da dajejo prednost izključno dobičku.
- **Uredba 2015/760 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 29. 4. 2015 o evropskih dolgoročnih investicijskih skladih (ELTIF)** se nanaša na sklade, ki vlagajo v različne

vrste alternativnih sredstev, kot so infrastruktura, mala in srednje velika podjetja ter realna sredstva. Ti skladi so zasnovani za zagotavljanje dolgoročnih naložb v alternativne razrede sredstev (European Commission, brez datuma).

Direktiva AIFMD zajema upravitelje alternativnih naložbenih shem, namenjenih profesionalnim vlagateljem. Cilj direktive je zagotoviti enoten regulativni in nadzorni okvir za vse upravljavce AIS v EU. Sama direktiva ne ureja AIS, ampak to prepušča državam članicam.

Kot AIS v smislu direktive o AIFMD je mišljen vsak kolektivni naložbeni podjem, vključno z naložbenimi razdelki, ki zbira kapital s strani več vlagateljev z namenom vlaganja teh sredstev v sklad z opredeljeno naložbeno politiko v korist teh vlagateljev in ne potrebuje dovoljenja v skladu s 5. členom Direktive 2009/65/ES UCITS (Zorman in Mercina, 2016).

Direktiva o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov AIFMD je uvedla sistem regulacije vseh investicijskih skladov, ki se držijo določenih nacionalnih meril, vendar ne izpolnjujejo standardov, ki jih določa UCITS. Ta direktiva je vzpostavila tudi podobno strukturo kot UCITS, vključno s stalnim nadzorom in dovoljenji, poleg potnega lista, ki dovoljuje distribucijo alternativnih investicijskih skladov profesionalnim vlagateljem po vsej Evropi. (EFAMA, 2022, str. 20).

Investicijski sklad je produkt, na drugi strani pa je upravljavec, ki v skladu z zakonodajo upravlja investicijski sklad. Vse do začetka veljavnosti ZISDU-3 so bile družbe za upravljanje (v nadaljevanju DZU) edini upravljavci investicijskih skladov. Hkrati z začetkom veljavnosti ZISDU-3 je začel veljati tudi ZUAIS, ki je ločeno uredil novo vrsto upravljavcev, ki lahko upravljajo alternativne investicijske sklade – upravljavce AIS. AIS so podmnožica investicijskih skladov, opredeljeni s paketom zakonodaje ZISDU-3, ZUAIS zaradi prenosa Direktive AIFMD, po novem z ZOAIS (Prevodnik, 2019).

Slovenska zakonodaja v ZISDU-3 in ZUAIS ločuje med investicijskimi skladi, ki javno zbirajo premoženje, in investicijskimi skladi, ki premoženja ne zbirajo javno, pri čemer prve ureja ZISDU-3, druge pa ZUAIS, ločnica med obema zakonoma pa je zbiranje premoženja od »profesionalnih strank«, kakor jih opredeljuje ZUAIS v 31. členu 10. DZU, ki jih opredeljuje ZISDU-3, in upravljavci AIS, ki jih na drugi strani opredeljuje ZUAIS, lahko ob določenih omejitvah opravljajo storitve na podlagi obeh zakonov.

Pred ZISDU-3 opredelitve AIS v zakonodaji ni bilo. Danes iz 5. člena ZISDU-3 izhaja, da investicijski sklad je KNPVP ali alternativni investicijski sklad. Bolj natančno je AIS opredeljen v 6. členu ZISDU-3 kot vsak investicijski sklad, ki ni KNPVP, ne glede na to, ali premoženje zbira javno ali nejavno.

Kot AIS se tako načeloma štejejo predvsem vsi skladi zasebnega in tveganega kapitala, nepremičninski skladi in številne druge vrste institucionalnih ki niso skladi KNPVP, oziroma UCITS.

V slovenskem okolju je investicijski sklad, kot ga opredeljuje ZISDU-3, kolektivni naložbeni podjem (v nadaljevanju KNP) razen podjema zaprtega tipa, in pomeni vzajemni sklad ali investicijsko družbo:

- katere namen je skupinsko nalaganje kapitala, ki ga zagotavlja javnost in ki deluje po načelu razpršitve tveganja, in
- enote, ki se na zahtevo njihovega imetnika odkupijo oziroma izplačajo neposredno ali posredno iz premoženja tega podjema ZISDU-3.

Če se KNPVP države članice upravlja sam, se določbe tega zakona, ki se nanašajo na družbo za upravljanje države članice, uporabljajo neposredno za KNPVP (5. člen ZISDU-3). KNPVP ne sme spremeniti pravil upravljanja tako, da bi postal alternativni investicijski sklad. V Sloveniji je do leta 2022 področje alternativnih investicijskih skladov (AIS) za profesionalne vlagatelje urejal ZUAIS, za neprofesionalne vlagatelje pa ZISDU- 3. Nov predlog ZOAIS je bil nujen, saj je ZUAIS urejal le upravljavce AIS, ne pa tudi oblik AIS.

Lani, dne 14. 7. 2022, je Državni zbor Republike Slovenije sprejel ZOAIS, ki na novo opredeljuje vse pravne organizacijske oblike in regulirane vrste alternativnih investicijskih skladov, ki jih je mogoče ustanoviti v Republiki Sloveniji in v nekaterih segmentih nekoliko omejuje obstoječo ureditev ustanavljanja, upravljanja in trgovanja z alternativnimi investicijskimi skladi (AIS). Za upravljavce AIS, prisotne na trgu Slovenije, je predvideno dveletno prehodno obdobje, v katerem morajo svoje poslovanje in poslovanje AIS v njihovem upravljanju uskladiti z določili ZOAIS (Fatur Menard, odvetniška družba, 2022).

Po novem sistemski okvir področja AIS urejata dva zakona, in sicer ZUAIS, ki ureja upravljavce AIS, in ZOAIS, ki ureja oblike in tipe AIS. ZISDU-3 in ZUAIS sta zakona, s katerima se v slovenski pravni red prenašata direktivi UCITS 2009/65/ES z dopolnitvami in AIFMD 2011/61/EU z dopolnitvami, ZOAIS pa je v celoti nacionalni predpis.

ZOAIS je pomembno posegel v vsebino zakona, ki ureja investicijske sklade in družbe za upravljanje (ZISDU-3) in zakona, ki ureja upravljavce AIS (ZUAIS). ZOAIS po novem na enem mestu ureja tudi vse regulirane tipe/vrste AIS, ki jih je možno ustanoviti oziroma licencirati v Republiki Sloveniji, in sicer specialni investicijski sklad in nepremičninsko investicijsko družbo. Ob tem je bilo s sprejetjem ZOAIS iz ZISDU-3 črtano tudi celotno poglavje o t. i. alternativnih javnih investicijskih skladih (AJIS), ki jih tako po uveljavitvi ZOAIS ne bo več mogoče ustanavljati (Fatur Menard, odvetniška družba, 2022).

Pomembna novost, ki jo zakon prinaša, je možnost ustanovitve nepremičninske investicijske družbe kot nove vrste AIS, ki bo kotirala na organiziranem trgu in bo dostopna tudi malim vlagateljem. Oblike in tipe AIS po novi slovenski zakonodaji sem podrobneje predstavila v nadaljevanju, v 4. poglavju.

3.2 Stanje panoge AIS v Evropi in Sloveniji

Splošne gospodarske razmere pomembno vplivajo na gibanja na trgu kapitala. Ker je Slovenija močno naslonjena na evropski trg, sem v nadaljevanju na začetku navedla nekaj informacij o evropskem trgu alternativnih investicijskih skladov.

Upravljanje premoženja v Evropi je bilo v letu 2021 izjemno, kot pravi organizacija European Fund and Asset Management Association (v nadaljevanju EFAMA) v svojem poročilu *Fact book 2022*. Skladi UCITS so pritegnili raven neto prodaje v višini 812 mrd. EUR, ki so jo spodbudili rekordni neto prilivi v delniške sklade (405 mrd. EUR), ki so presegli prejšnji rekord iz leta 2017 (162 mrd. EUR). Uspešna uporaba cepiv proti Covidu-19 skozi vse leto, ki je imela pozitiven vpliv na gospodarsko rast, delniške trge in zaupanje vlagateljev, je imela ključno vlogo pri tem izidu, prav tako pa tudi naraščajoče povpraševanje po trajnostnih naložbenih rešitvah, ki jih zagotavljajo upravljavci skladov (EFAMA, 2022, str. 4).

Po nekaj letih zelo nizkih nakupov skladov so neto nakupi investicijskih skladov s strani evropskih malih vlagateljev leta 2021 dosegli rekordno raven 245 mrd. EUR. EFAMA poroča, da se je v obdobju od leta 2011 do leta 2021 vrednost čistih sredstev evropskih investicijskih skladov povečala za skoraj trikrat. V obdobju od leta 2014 do leta 2021 se je vrednost čistih sredstev AIS podvojila (EFAMA, 2022, str. 12). Nizke obrestne mere za depozite in prednosti vlaganja v investicijskih skladih, kot so zaščita vlagateljev, razpršitev tveganja, sektorska in geografska izpostavljenost, realni donosi in razvoj stroškov sklada, pojasnjujejo ta pozitiven trend.

Leto 2022 pa je svetovnim kapitalskim trgom pripravilo nov izziv. Vojna v Ukrajini, vse večja zaskrbljenost glede trenutnih ravni inflacije in pričakovani učinki zaostrovanja denarne politike so negativno vplivali na podjetja in upravljanje premoženja. (EFAMA, 2022, str.4).

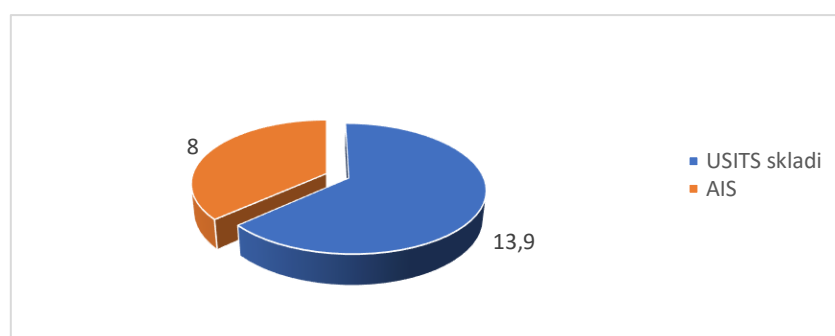
Od začetka projekta unije kapitalskih trgov konec leta 2015 je bil na tem področju dosežen le majhen napredek. Med letoma 2016 in 2021 se je znesek bančnih vlog evropskih gospodinjstev povečal za 3,054 mrd. EUR na 13,375 mrd. EUR, medtem ko se je delež vlog v finančnem premoženju prebivalstva povečal s 37 % na 38,3 % (EFAMA, 2022, str. 4).

V pogojih inflacije že dolgotrajne denarno-kreditne politike in nihanja borznih indeksov gospodinjstva izgubijo donosnost po svojih depozitnih in borznih vlogah, kar naredi privlačne za vlagatelje vloge v različnih investicijskih skladih s široko distribucijo naložb in višjo donosnostjo.

Glede alternativnih naložb, nihanja na kapitalskih trgih manj odkrito vplivajo na razvoj AIS kot na razvoj kolektivnih naložbenih podjetij za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP), ker AIS vlagajo večji delež svojih sredstev v alternativne finančne razrede, kot so zasebni kapital ali nepremičnine.

Razvoj segmenta alternativnih skladov je jasno viden v splošni rasti industrije investicijskih skladov v Evropi. Nedavni razvoj v industriji evropskih investicijskih skladov je izražen v naslednjih grafih, s pomočjo katerih lahko sklepamo o uspehu segmenta alternativnih skladov v Evropi. Čista vrednost sredstev v skladih ob koncu leta 2021 je bila 21,9 bilijonov EUR, od tega 13,9 bilijonov v skladih UCITS in 8 bilijonov v AIS, kar prikazuje slika 4.

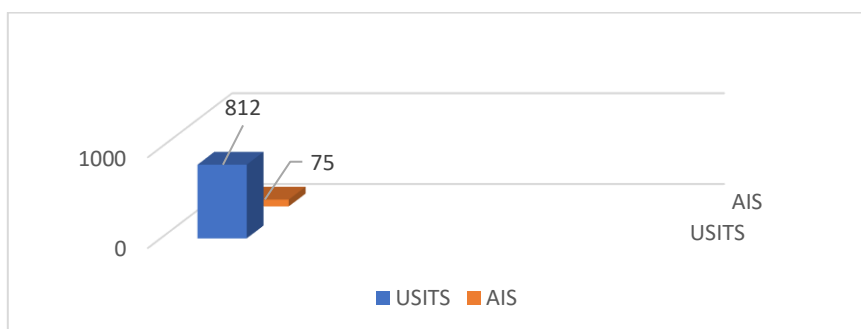
Slika 4: Čista vrednost sredstev skladov konec leta 2021 (v bilijonih EUR)



Vir: EFAMA (2022, str.12).

Pri tem skladi UCITS še vedno brezpogojno prednjačijo po čistih prihodkih od prodaje (812 mrd.). Prodaja AIS v Evropi za leto 2021 znašala 75 mrd. EUR, kar prikazuje spodnja slika 5.

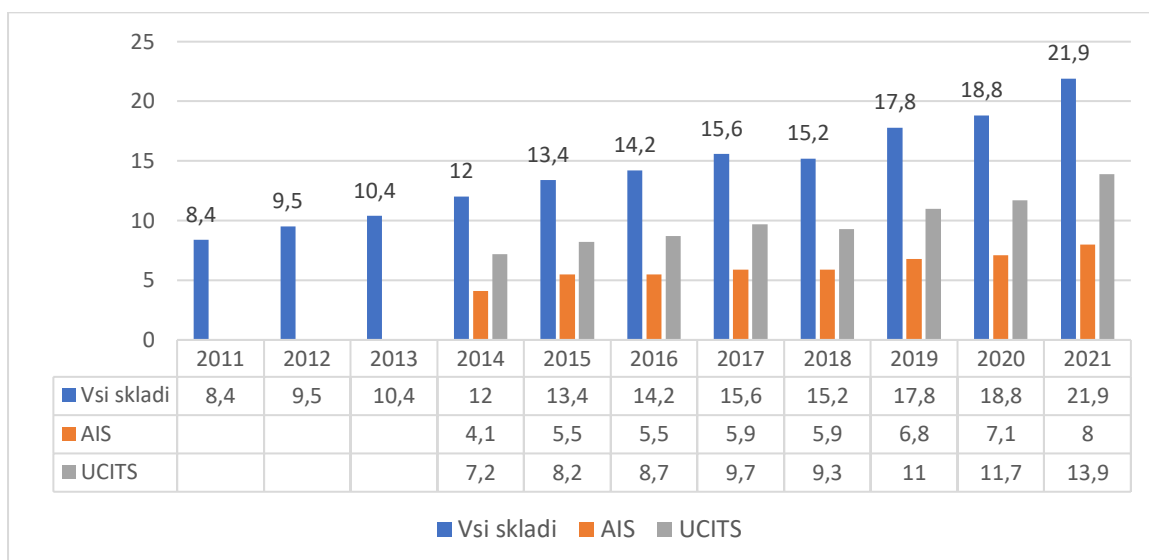
Slika 5: Prodaja skladov v Evropi za leto 2021 (v mrd. EUR)



Vir: EFAMA (2022).

Dinamika rasti industrije investicijskih skladov od leta 2011, od uveljavitve glavnih evropskih predpisov za ta trg, je jasno razvidna iz slike 6.

Slika 6: Čista vrednost sredstev investicijskih skladov v Evropi (v bilijonih EUR)

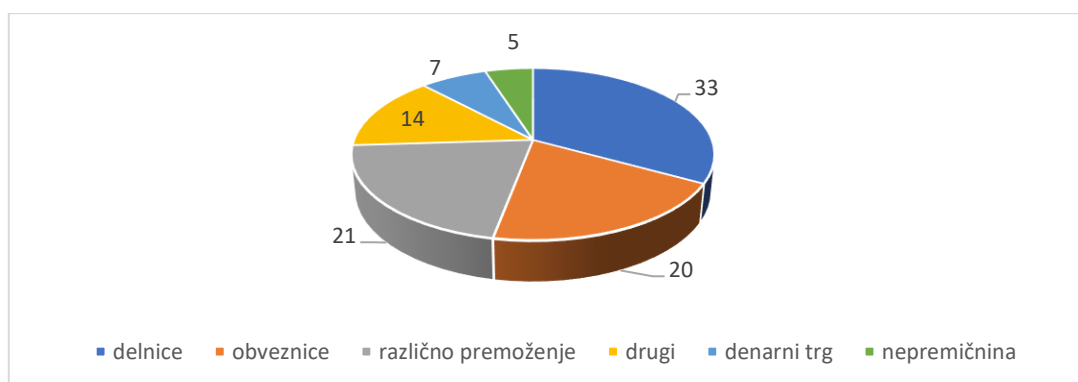


Vir: EFAMA (2022, str.12).

Iz tega sklepamo, da skozi celotno 10-letno obdobje industrija investicijskih skladov v Evropi aktivno raste in se razvija, alternativni skladi pa v njej zasedajo solidno mesto, več kot polovico skladov UCITS po njegovih vrednostih.

Struktura evropskih investicijskih skladov s skupno vrednostjo čistih sredstev 21,9 bilijonov EUR je predstavljena v naslednjih naložbenih razredih na sliki 7.

Slika 7: Vrednost premoženja evropskih investicijskih skladov po vrstah skladov konec leta 2021 (v %)



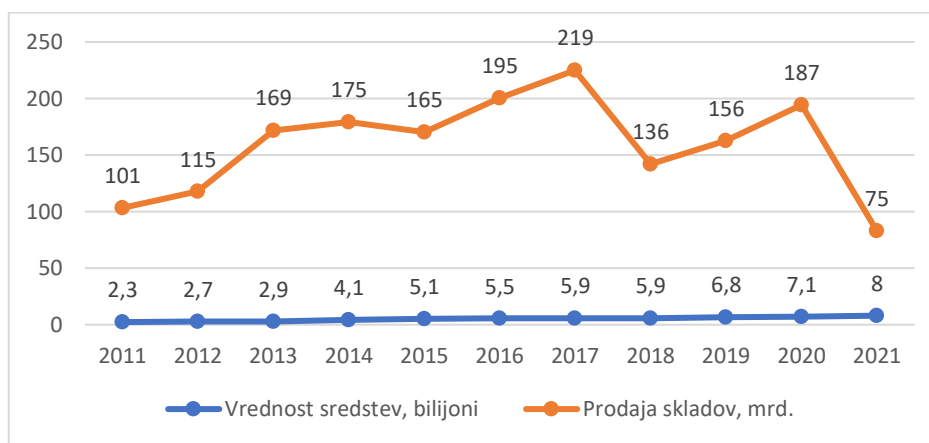
Vir: EFAMA (2022, str.12).

Kar zadeva razvoj segmenta alternativnih skladov v Evropi skozi leta, ju predstavljamo z slikama 8 in 9, ki prikazujeta stalno rast sredstev alternativnih investicijskih skladov v zadnjih 10-ih letih.

Neto sredstva AIS so se v letu 2021 povečala na 8 bilijonov EUR s 7,1 bilijonov EUR v letu 2020, pri čemer so »drugi« AIS najpogostejši tip (33 %). Kljub nizkim prilivom je bila čista rast sredstev v letu 2021 relativno visoka (12 %). AIS so manj izpostavljeni lastniškemu kapitalu kot KNPVP, vendar jim je koristila tudi močna uspešnost borze v letu 2021.

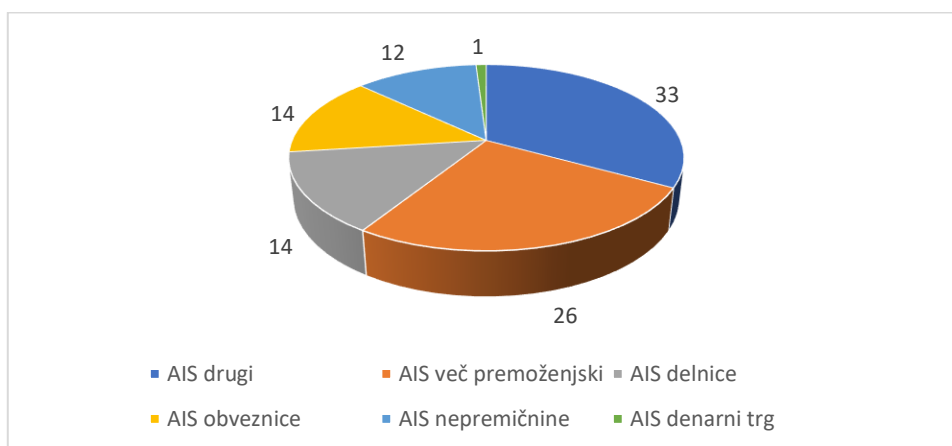
Neto prilivi so se znižali na 75 mrd. EUR, kar je najmanj v desetletnem obdobju, saj so nizozemski AIS zabeležili velike odlive (EFAMA, 2022, str. 48), to prikazuje slika 8.

Slika 8: Vrednost sredstev in prodaja AIS (v mrd., bilijonih EUR)



Vir: EFAMA (2022, str.48).

Slika 9: Sredstva AIS po vrstah naložb konec leta 2021 (v %)



Vir: EFAMA (2022, str.48).

Pet največjih gospodarstev na evropskem trgu AIS predstavljala skupaj 82 % neto sredstev ob koncu leta 2021. Nemčija je bila največja s 30-odstotnim tržnim deležem, sledi Francija (16 %), Nizozemska (12 %), Irska (12 %) in Luksemburg (12 %).

Leta 2015 so bili ustanovljeni evropski dolgoročni investicijski skladi (v nadaljevanju ELTIF), da bi institucionalnim in malim vlagateljem z visoko neto vrednostjo omogočili vlaganje v dolgoročneje, nelikvidne razrede sredstev. Vendar je trg ELTIF razmeroma majhen, njegova neto sredstva na ravni EU so bila aprila 2021 ocenjena na 2,4 mrd. EUR.

EFAMA v svojem poročilu poudarja, da je za odpravo glavnih ovir nujen pregled trenutnega režima ELTIF, ki spodbuja privlačnost produkta od njegove ustanovitve. Prilagoditve bi morale biti izvedene za razširitev obsega primerne premoženja, znižanje praga primernih naložbenih sredstev, odstranitev najnižjega zneska naložbe za male vlagatelje in med drugim obravnavanje davčnih vprašanj. Te spremembe lahko spremenijo ELTIF v izdelek po izbiri za večje občinstvo vlagateljev in služijo namenom unije kapitalskih trgov (EFAMA, 2022).

V letu 2022 je bil narejen korak naprej v tiste panoge dolgoročnih naložb za male vlagatelje, ki so jih oblikovalci politik EU dosegli glede revizije evropske uredbe o dolgoročnih naložbah (ELTIF). Pričakuje se, da bo pregled dolgoročnim upraviteljem skladov olajšala ustvarjanje struktur ELTIF, kar jim bo omogočilo, da svoje izdelke ponudijo nekvalificiranim strankam po vsej EU.

Ta poteza koristi malim vlagateljem, ki želijo vložiti kapital v dolgoročne projekte, in podjetjem, ki potrebujejo tak kapital za rast in prispevanje k trajnostnim in digitalnim prehodom. Sporazum predstavlja pomemben korak k demokratizaciji vseh razredov dolgoročnih sredstev. Med najpomembnejšimi uvedenimi spremembami je odprtje ELTIF za strukture skladov in zmožnost ELTIF, da vlagajo v finančne tehnologije. Sporazum poenostavlja tudi pogoje, pod katerimi lahko mali vlagatelji dostopajo do teh sredstev, in zagotavlja dodatno prilagodljivost pri upravljanju njihovih sredstev z uvedbo sprememb v likvidnosti ali izposoj (Invest Europe, 2022).

ATVP RS v skladu z 39. členom ZUAIS vodi register upravljavcev AIS, ki so pridobili dovoljenje Agencije za opravljanje storitev upravljanja AIS ter AIS, ki jih upravljajo. Trg investicijskih skladov Slovenije lahko predstavimo iz letnega poročila ATVP za leto 2021 in poročila za leto 2022 v naslednjih številkah.

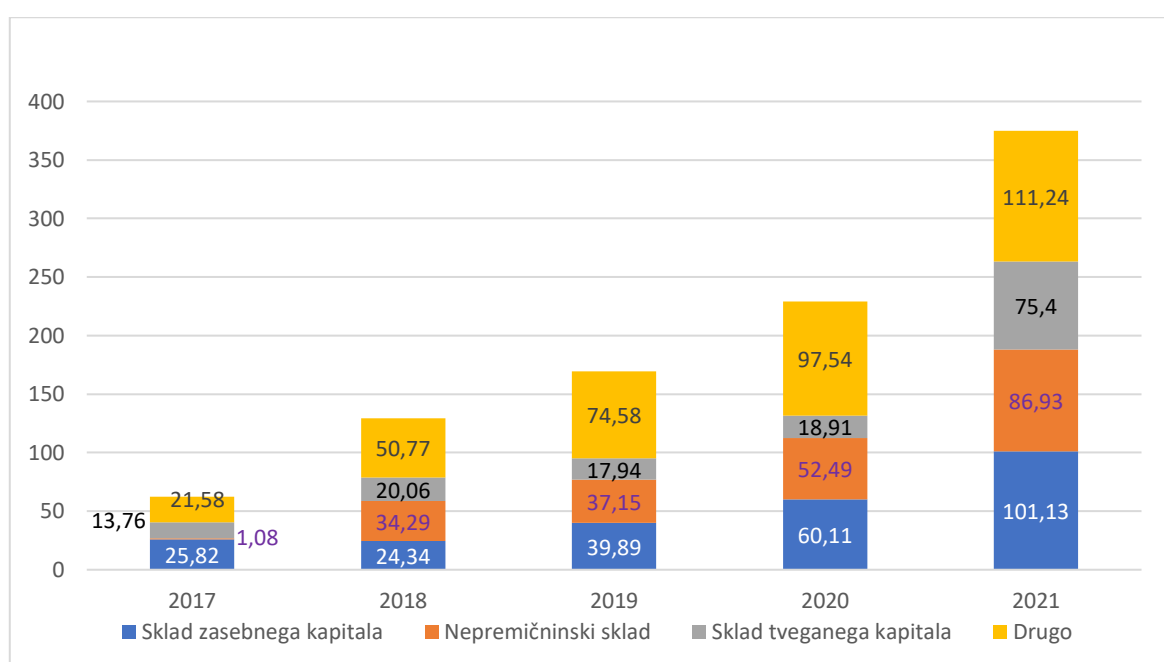
V letu 2021 ATVP je nadzorovala 90 vzajemnih skladov in AIS s statusom SIS, med katerimi 5 družb za upravljanje, ki vodijo 79 vzajemnih skladov. Obseg sredstev v vzajemnih skladih domačih družbah za upravljanje je konec leta 2021 znašal 4,337 mrd. EUR in se je primerjavi s predhodnim letom povečal za 34,0 % oziroma za 1,101 mio. EUR. Delež vrednostnih papirjev domačih izdajateljev v portfeljih vzajemnih skladov se še naprej znižuje, v letu 2021 se je znižal z 2,9 % na 2,3 % (ATVP, 2022b).

ATVP ima vzpostavljen register upravljavcev AIS, v katerega se vpisujejo upravljavci AIS, ki so pridobili dovoljenje ATVP za opravljanje storitev upravljanja AIS, upravljavci AIS, ki so pridobili status SIS, in registrirani upravljavci AIS, katerih poslovanje ATVP ne nadzira, ter

AIS, ki jih upravljajo. Konec leta 2021 je bilo v registru upravljavcev AIS vpisanih 41 upravljavcev AIS, od tega 1 upravljavec AIS z dovoljenjem ATPV za opravljanje storitev upravljanja AIS in 5 upravljavcev SIS. SIS je AIS, ki je pri ATPV pridobil status SIS, kar pomeni, da je njegovo poslovanje usklajeno s 3. poglavjem ZUAIS. Skupaj je tako 6 upravljavcev AIS upravljalo 10 AIS, ki jim je ATPV priznala status specialnega investicijskega sklada (SIS). 50 AIS ni imelo tega statusa. Njihovega poslovanja in poslovanja njihovih upravljavcev ATPV ne nadzoruje. Vsi registrirani AIS so bili konec leta 2021 namenjeni izključno profesionalnim vlagateljem (ATVP, 2022b).

Struktura sredstev v AIS s sedežem v RS in dinamika njihove rasti je predstavljena na sliki 10.

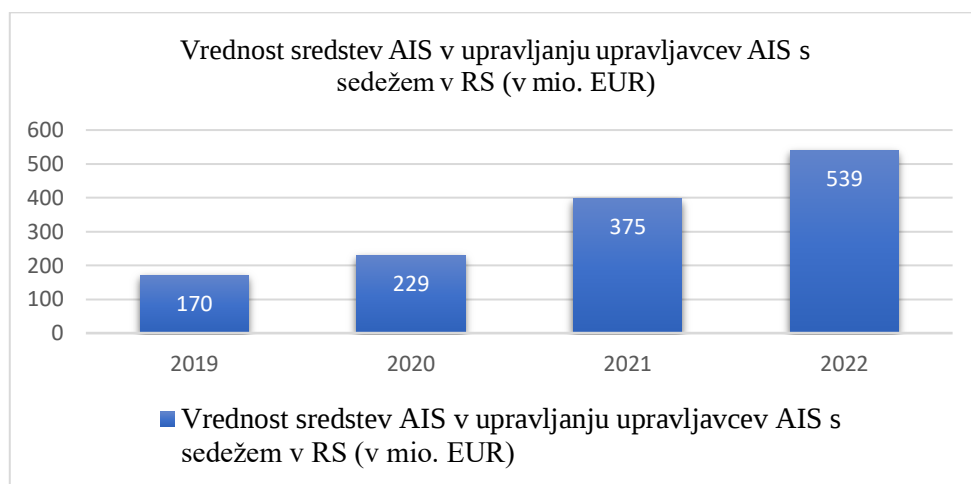
Slika 10: Struktura sredstev v alternativnih investicijskih skladih s sedežem v RS za leta 2017–2021 (v mio. EUR)



Vir: ATPV (2022a).

Tudi leta 2022 je bila prisotna podobna dinamika in nadaljnji razvoj panoge, predvsem krepitev specialnih investicijskih skladov z naložbenimi strategijami zasebnega kapitala, zasebnega dolga in nepremičnin. Kljub temu, da so se sredstva AIS v upravljanju upravljavcev AIS s sedežem v RS v zadnjih petih letih znatno povečala in so znašala 539 mio. EUR (to prikazuje slika 11), je delež tega segmenta v primerjavi z vzajemnimi skladi (4,177 mrd. EUR) bistveno skromnejši.

Slika 11: Vrednost sredstev AIS v upravljanju upravljavcev AIS s sedežem v RS (v mio. EUR)



Vir: ATVP (2023).

3.3 Krepitev segmenta AIS kot projekt Programa za podporo strukturnim reformam

V Sloveniji so bančni krediti še vedno ključni vir financiranja podjetij. Zato specifično priporočilo državam članicam (v nadaljevanju CSR) izpostavlja pomanjkanje lastniškega in drugih alternativnih virov financiranja, ki bi prav v času med in po gospodarski krizi dodatno pripomogli k okrevanju in zagonu gospodarstva. Podpora razvoja trgov lastniških vrednostnih papirjev je izražena v naslednjih korakih (Služba vlade Republike Slovenije za razvoj in evropsko kohezijsko politiko, 2021, str. 24):

- sprememba Zakona o spodbujanju investicij,
- sprejetje Zakona o oblikah alternativnih investicijskih skladov, katerega namen je podjetjem omogočiti boljši dostop do nebančnih oblik financiranja,
- sprejetje strategije razvoja kapitalskega trga, katere cilja bosta med drugim promocija vlaganja v alternativne produkte na trgu kapitala, ki spodbujajo okrevanje gospodarstva, in promocija pridobivanja finančnih sredstev na trgu kapitala (zlasti za mala in srednje velika podjetja).

Z namenom izboljšati in spodbuditi slovenski kapitalski trg in s tem podjetjem omogočiti boljši dostop do nebančnih oblik financiranja je v okviru izvajanja programa za podporo pri strukturnih reformah potekal EU projekt Krepitev segmenta alternativnih investicijskih skladov (AIS), v okviru katerega so bili v letu 2020 predlagani ukrepi za vzpostavitev konkurenčnega okolja za razvoj segmenta alternativnih skladov zasebnega kapitala in nepremičnin. Na podlagi priporočil je pripravljen predlog novega Zakona o oblikah alternativnih investicijskih skladov, ki bo jasno definiral oblike AIS, in sicer po zgledu Luksemburga. Izhodiščni cilj tega projekta je bil prepoznati glavne pomanjkljivosti

slovenskega kapitalskega trga in določiti predloge konkretnih ukrepov za njegov razvoj (Služba vlade Republike Slovenije za razvoj in evropsko kohezijsko politiko, 2021, str. 275).

Program podpore strukturnim reformam (SRSP), ki se je začel 15. 6. 2020, je program EU, ki zagotavlja prilagojeno podporo vsem državam EU za njihove institucionalne in upravne reforme ter reforme za spodbujanje rasti (Council of Europe, brez datuma).

S ciljem identificiranja ukrepov, ki bi lahko prispevali k razvoju trga kapitala v Sloveniji, je bil v letu 2021 zaključen projekt krepitve in razvoja kapitalskega trga v Sloveniji (angl. Capital Market Enhancement and Development in Slovenia, v nadaljevanju CMDS), ki sta ga izvedli svetovalni družbi Pricewaterhouse Coopers in BTA Consulting (v nadaljevanju PwC/BTA) v sodelovanju z EK in aktivno udeležbo Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju: ATVP) ter Ministrstva za finance (v nadaljevanju MF). Namen programa je bil raziskati trenutno stanje trga kapitala v Sloveniji tudi zunaj organiziranega trga in predlagati aktivnosti za njegov razvoj. Svoje ugotovitve in priporočila so predstavili v dokumentu »Ocena trenutnega stanja trga javnega in zasebnega kapitala v Sloveniji« ter celovitem poročilu o stanju trga kapitala, vključno z akcijskim načrtom za deležnike za izvedbo ukrepov za njegovo oživitev (Ministrstvo za finance, 2023).

Bistveno sporočilo zaključenega projekta je bilo, da lahko ob primerni strategiji in usklajenem ter usmerjenem delovanju vseh deležnikov na kapitalskem trgu tudi kapitalski trg kot del finančnega sistema pomembno pripomore k financiranju gospodarstva in posledično h gospodarski rasti.

Vse to so razlogi, ki zahtevajo ukrepanje države v obliki večjega števila koordiniranih aktivnosti na področju slovenskega trga kapitala, s ciljem obrniti več kot petnajstletne negativne trende gibanja kazalnikov razvitosti kapitalskega trga v Sloveniji. Hkrati se na nivoju EU izvaja ambiciozen akcijski načrt unije kapitalskih trgov (CMU), ki se mu bo slovenski kapitalski trg s to strategijo poskušal čim bolj približati in posledično ustvariti večjo konkurenco, da bi bil lahko primerljiv z ostalimi razvitimi evropskimi trgi (Ministrstvo za finance, 2023).

ATVP je Ministrstvu za finance podala tudi konkretne predloge za podporo krepitvi segmenta alternativnih investicijskih skladov s ciljem identifikacije vrzeli in podaje priporočil za izboljšanje pogojev poslovanja AIS, specializiranih za zasebni kapital in naložbe v nepremičnine. Ministrstvo je na podlagi predloga ATVP pripravilo osnutek novega ZOAIS, ATVP pa je konec leta 2021 podala končne pripombe na osnutek.

Za izboljšanje slovenskega kapitalskega trga je bistveno ustvarjanje večje ponudbe in obsega, predvsem zaradi likvidnosti. Večja likvidnost vodi do nižjih provizij za mesta trgovanja in posrednike, kar ima za posledico učinkovitejši trg z nižjimi razmiki cen. Priporočila so bila pripravljena za delnice na javnem trgu, državne/podjetniške obveznice, trg zasebnih

vrednostnih papirjev in trg mikro, malih in srednjih ter velikih podjetij (v nadaljevanju MSP). Spodbude za razvoj kapitalskega trga vključujejo izdaje bonusov, sheme delniških opcij, zmanjšanje dvojnih kotacij v tujini, povečano posojanje vrednostnih papirjev, uvajanje novih produktov, razvoj segmenta ESG, MSP ter zakonodajne reforme (PwC EU Services EESV & BTA Consulting Limited, brez datuma).

3.4 Strategija razvoja trga kapitala v Sloveniji in vloga AIS

Ministrstvo za finance je pripravilo strategijo razvoja trga kapitala v Sloveniji do leta 2030. Strategija določa ukrepe za doseganje izvedljivih ciljev, ki prispevajo k trajnostni gospodarski rasti Slovenije prek inovacij in digitalizacije, vključevanja MSP v lastniško financiranje in finančno pismenost ter mobilizacijo bančnih vlog na trgu kapitala. Cilj je doseči status razvijajočega se trga in izboljšati likvidnost ter trgovanje na celotnem trgu kapitala.

Kot piše v strategiji, je »končni splošni cilj strategije doseči status razvijajočega trga« (angl. Emerging Market Status, v nadaljevanju EMS). Nadgradnja slovenskega trga v EMS bi pozitivno vplivala na likvidnost in tudi na obseg trgovanja na organiziranem trgu oziroma na celotnem trgu kapitala. Strukturirani ukrepi strategije, ki zajemajo celoten trg, organiziran in neorganiziran, njegovo dostopnost, učinkovitost, davčni režim, digitalizacijo, so namreč potrebni in zato tudi smiselni za doseg EMS (Ministrstvo za finance, 2023, str. 16). V skladu s predlaganim dokumentom naj bi se dnevni promet na Ljubljanski borzi do leta 2027 povečal s sedanjega enega milijona na štiri milijone, tržna kapitalizacija pa naj bi dosegla petino BDP. Poleg tega se pričakujeta vsaj dve novi uvrstitvi na leto (Grgič, 2023).

Priprava strategije razvoja trga kapitala je del reformnih ukrepov v okviru Načrta za okrevanje in odpornost (v nadaljevanju NOO), ki ga je EK potrdila julija 2021. V poglavju 3.2, komponenta 2, z naslovom »Dvig produktivnosti«, prijazno poslovno okolje za investicije, je ena izmed dveh predvidenih reform tudi krepitev trgov kapitala (reforma A). Znotraj te reforme je tudi zapisano, da bo »Slovenija na podlagi EU projekta Krepitev segmenta alternativnih investicijskih skladov (AIS) pripravila nov ZOAIS, ki bo jasno definiral oblike AIS (alternativni vzajemni sklad, specialna komanditna družba in investicijska družba s stalnim kapitalom), s čimer se bo povečala pravna varnost tako ponudnikov kot tudi vlagateljev v AIS.« V tem delu je bil omenjeni zakon že sprejet in sledi priporočilom iz omenjenega projekta, ki je bil izveden v okviru Programa Evropske unije za podporo strukturnim reformam. Zaključno poročilo projekta je vključevalo tudi predloge regulatornih sprememb, ki bi Republiki Sloveniji omogočile nadaljnji razvoj na področju AIS, specializiranih predvsem za naložbe v zasebni kapital in nepremičnine (Ministrstvo za finance, 2023).

V nadaljevanju pa je bila podana zaveza, da se bo »na podlagi EU projekta Krepitev in razvoj kapitalskega trga v Sloveniji in zbranih priporočil pripravila razvojna strategija za slovenski trg kapitala. Cilj reforme je okrepiti sistem trgov kapitala, kar bo pripomoglo k okrevanju in zagonu gospodarstva in posledično k višji produktivnosti«.

Strategija vključuje več projektov, ki si prizadevajo ustvariti nove priložnosti za rast slovenskega kapitalskega trga, kot so razvoj zagonskega trga za MSP, spodbujanje digitalnih finančnih rešitev ter izboljšanje finančne pismenosti med izdajatelji in prebivalstvom. Končni cilj je pritegniti razpoložljive prihranke na kapitalske trge in tako izboljšati ponudbo in povpraševanje po finančnih instrumentih (Ministrstvo za finance, 2023, str.16).

Alternativni investicijski skladi (AIS) imajo pomembno vlogo pri razvoju kapitalskih trgov v Evropi in Sloveniji. AIS so naložbeni nosilci, ki vlagajo v netradicionalna sredstva, kot so zasebni kapital, »hedge« skladi, nepremičnine, blago in infrastruktura. Ti skladi vlagateljem zagotavljajo dostop do raznolikih naložbenih priložnosti, ki običajno niso na voljo prek tradicionalnih naložbenih možnosti, kot so delnice ali obveznice. Ta sredstva pomagajo usmeriti kapital v nove in nastajajoče sektorje, ki lahko ustvarjajo nova delovna mesta in pomagajo spodbuditi gospodarsko rast.

AIS prav tako pomagajo spodbujati učinkovitost trga z zagotavljanjem likvidnosti prej nelikvidnim razredom sredstev. To privede do učinkovitejšega oblikovanja cen sredstev in spodbujanja razvoja novih finančnih instrumentov. Ena iz ključnih prednosti AIS je, da prispevajo k diverzifikaciji naložbenih portfeljev s ponudbo izpostavljenosti netradicionalnim razredom sredstev. To pomaga zmanjšati sistemsko tveganje v finančnem sistemu z razpršitvijo naložbenega tveganja na vrsto sredstev. AIS zagotavljajo alternativne vire financiranja za mala in srednje velika podjetja (MSP). Z vlaganjem v zasebni kapital ali tvegani kapital AIS podpirajo rast teh podjetij, ki jih tradicionalne finančne institucije pogosto premalo uporabljajo. AIS pomagajo pritegniti tuje naložbe v slovensko gospodarstvo z zagotavljanjem dostopa do novih in nastajajočih sektorjev. Prispevajo tudi pri financiranju rasti MSP, ki so vitalni del slovenskega gospodarstva. Poleg tega AIS z uvajanjem novih finančnih instrumentov in spodbujanjem tržne učinkovitosti prispevajo tudi k razvoju slovenskega finančnega sektorja. To je pomagalo povečati konkurenco v finančnem sektorju, kar je privedlo do nižjih stroškov in boljših storitev za vlagatelje.

AIS s spodbujanjem transparentnosti in odgovornosti v podjetjih, v katera vlagajo, izboljšujejo korporativno upravljanje v Sloveniji. To povečuje zaupanje vlagateljev v slovenski trg in vodi k večjim tujim naložbam. Sektor AIS bi lahko odigral ključno vlogo pri razvoju kapitalskih trgov v Sloveniji. AIS vlagateljem zagotavljajo dostop do širšega nabora naložbenih priložnosti, pomagajo k spodbujanju tržne učinkovitosti, diverzificirajo naložbene portfelje, zagotavljajo alternativne vire financiranja za MSP in izboljšujejo korporativno upravljanje.

3.5 Sprejem ZO AIS – pogoj za osvojitve evropskih finančnih sredstev iz naslova Načrta za okrevanje in odpornost

Voditelji držav članic so na Evropskem svetu dne 21.7.2020 sprejeli dogovor glede Večletnega finančnega okvira za obdobje 2021–2027 in Instrumenta za okrevanje. Slovenija si je

izpogajala izjemen razvojni okvir EU-financiranja. Dogovor prinaša obsežna dodatna sredstva za Slovenijo, ki bodo olajšala okrevanje po krizi pandemije Covid-19 in spodbudila investicije v zeleni in digitalni prehod.

V okviru Instrumenta za okrevanje »NextGenerationEU« bo Slovenija lahko izkoristila okvirno 5,7 mrd. EUR, od tega je 3,2 mrd. EUR posojil in 2,1 mrd. EUR nepovratnih sredstev (Evropska Unija, brez datuma).

Z reformo A »Krepitev kapitalskih trgov« na podlagi EU-projekta Krepitev segmenta alternativnih investicijskih skladov (AIS) je bil pripravljen nov ZOAIS, ki jasno definira oblike AIS. V nadaljevanju pa je Ministrstvo za finance RS na podlagi EU-projekta Krepitev in razvoj kapitalskega trga v Sloveniji in zbranih priporočil pripravilo razvojno strategijo za slovenski trg kapitala. (Evropska Unija, brez datuma).

Predlagana zakonodaja vključuje predloge iz poročila, ki je bilo del projekta krepitve segmenta AIS v Sloveniji. Projekt je potekal pod okriljem programa SRSP Evropske komisije. Zakonodaja je namenjena pozicioniranju Slovenije kot ključnega regionalnega središča alternativnih nepremičninskih investicijskih skladov in zasebnega kapitala. Prizadeva si opredeliti različne oblike AIS in prilagoditi predpise, ki ustrezajo vsaki vrsti sklada, s čimer se omogoči boljše spremljanje Agencije. S tem se bo povečala pravna varnost in malim vlagateljem olajšalo upravljanje investicijskih skladov. Predlagani zakon bo v Sloveniji ustvaril nove priložnosti za privabljanje kapitala za zagonska podjetja in MSP ter spodbudil razvoj nepremičninskega sektorja. Namen zakona je tudi vzpostaviti ravnovesje med zaščito vlagateljev in funkcionalnostjo v praksi. Reforma za krepitev slovenskih kapitalskih trgov je del načrta »Povečanje produktivnosti, prijazno poslovno okolje za vlagatelje«, ki predstavlja osnovo za finančno podporo EU prek mehanizma za okrevanje in odpornost (Ministrstvo za finance, 2022).

Namen predloga ZOAIS je slediti priporočilom projekta, ki jih je družba Deloitte v juliju 2020 izdala na področju krepitve segmenta alternativnih investicijskih skladov v Republiki Sloveniji. Projekt je bil izveden v okviru Programa Evropske unije za podporo strukturnim reformam. Zaključno poročilo vključuje tudi predloge regulatornih sprememb, ki bi Republiki Sloveniji omogočile nadaljnji razvoj na področju AIS, specializiranih predvsem za naložbe v zasebni kapital in nepremičnine. Za ureditev AIS je potrebno pripraviti nov zakon in temu prilagoditi tudi ZISDU-3 ter ZUAIS. Po dosedanji ureditvi področje upravljavcev AIS za profesionalne vlagatelje je urejal ZUAIS, za neprofesionalne vlagatelje pa ZISDU-3. (Ministrstvo za finance, 2022).

Dosedanja zakonska ureditev je zelo odprta in dopušča več možnih oblik AIS, s predlagano spremembo pa bodo možne tri oblike AIS, katerih ureditev bo prilagojena posebnostim posamezne oblike, in sicer alternativni vzajemni sklad, ki je oblikovan kot ločeno premoženje, specialna komanditna družba in investicijska družba s stalnim kapitalom.

Pričakuje se pozitiven učinek zakona in naslednje spremembe (Ministrstvo za finance, 2022):

- Večja pravna varnost: če se določijo pravnoorganizacijske oblike, ki sledijo značilnosti slovenskega trga, nadzora, postopkov v zvezi z insolventnostjo in prekrški, to lahko ustvari večje zaupanje vlagateljev v segment AIS.
- Večja transparentnost trga: jasnejša pravna ureditev po sprejemu predlaganega zakona lahko pripomore k preglednejšemu trgu AIS; ureditev in opredelitev obrazcev AIS bo v prihodnje olajšala tudi opredelitev ustreznega davčnega režima za AIS.
- Učinkovitejši nadzor, saj že sama omejitev oblik povečuje pravno jasnost in predvidljivost. Obstoječa ureditev je nezadostna glede nadzornih orodij in prekrškovnih določb.
- Večja zaščita vlagateljev: predpisane so obvezne vsebine, ki jih mora imeti vsak akt o ustanovitvi AIS (ne glede na to, ali je SIS ali ne), uvedena je zahteva po pripravi ponudbenega dokumenta ali prospekta, predlagani zakon pa natančneje ureja najbolj običajna oblika, v kateri se AIS nahaja danes. V skladu z dobrimi praksami v EU je vzajemni sklad definiran kot alternativni vzajemni sklad, kjer neodvisni skrbnik skrbi za ločenost premoženja vlagatelja od upravljavca, kar je najpomembnejša varovalka tudi za AIS brez licence. Pri AIS za male vlagatelje se uvaja nepremičninska investicijska družba, ki bo kotirala na borzi in jo bo upravljal upravljavec AIS z dovoljenjem Agencije.
- Predlagani zakon sledi posebnostim tržne in pravne ureditve v Sloveniji: pri odločanju o opredelitvi pravnoorganizacijskih oblik upošteva posebnosti slovenskega trga in oblik, ki izhajajo iz ZGD-1 oziroma ZISDU-3.

3.6 Pridobivanje novega kapitala za financiranje lokalnih podjetij s pomočjo AIS

3.6.1 Zasebni kapital kot oblika lastniškega financiranja podjetij

Kapitalski trgi služijo kot sredstvo za učinkovit dostop do finančnih virov v finančnem sistemu, izboljšanje porazdelitve tveganja in olajšanje mobilizacije prihrankov za produktivne namene. Dobro razvit kapitalski trg širi možnosti financiranja podjetij, kar vodi k boljši prerazporeditvi sredstev, pozitivni gospodarski rasti, nižjim stroškom finančnega posredništva in močnejšim finančnim strukturam podjetij. Nerazvitost in neprepoznavnost kapitalskega trga pa predstavljata izzive pri zagotavljanju preglednih in dostopnih finančnih virov.

Čeprav so viri financiranja premoženja in poslovanja podjetij v EU in območju z evrom 2,5-krat večji od BDP tega območja, pa skupni viri financiranja slovenskih podjetij znašajo le okoli 66 mrd. EUR, kar predstavlja 141 % slovenskega BDP (vsi podatki so za leto 2020). V primerjavi s tem imajo podjetja v štirih drugih gospodarsko manj razvitih evropskih državah še manjše obsege virov financiranja kot Slovenija. Glavni razlog je verjetno dolgo obdobje negotovega poslovnega okolja, ključni vpliv pa nepredvidljiva davčna politika. Druga ovira so tudi nepregledni administrativni postopki, ki močno ovirajo investicijsko aktivnost (Lipnik, 2022).

Po koncu prejšnje gospodarske krize se je zadolženost slovenskega gospodarstva močno zmanjšala, zato je zdaj delež lastniškega kapitala in prepoved financiranja primerljiv z drugimi evropskimi državami. V Sloveniji znaša financiranje z delnicami in deleži 55 % vseh virov financiranja, kar je dve odstotni točki pod povprečjem EU (Lipnik, 2022).

Kljub temu pa ima slovensko gospodarstvo skromne cilje glede financiranja. Medtem ko je v EU več kot tretjina lastniških deležev zbranih na finančnih trgih, delnice torej kotirajo na borzi, je v Sloveniji le 12 % kapitala družb uvrščenega na borzo. Zbiranje kapitala v ožjem krogu vlagateljev, najpogosteje podjetnikov ali skupine povezanih podjetnikov, pa močno poveča investicijsko sposobnost podjetij in s tem tudi rast poslovanja (Lipnik, 2022).

Obstaja več razlogov za skromno zunajno financiranje. Med drugim je nezaupanje podjetnikov, ki se ob zunanjem financiranju bojijo izgube nadzora nad aktivnostmi podjetja zaradi spremembe v korporativnem upravljanju. Pomanjkanje zasebnih institucionalnih potencialov je še en razlog, povezan s slabim odnosom politike in z nerazvitostjo institucionalnih potencialov v segmentu pokojninskih in zdravstvenih varčevanj in zavarovanj. Poleg tega so tako razmeroma zapleteni postopki javnih ponudb še en razlog, zakaj podjetja v Sloveniji iščejo svež kapital pri omejenem številu predvsem institucionalnih potencialov, kar pa seveda omejujejo izbiro (Lipnik, 2022).

Majhnost slovenskega kapitalskega trga, omejena likvidnost in možnosti finančnih instrumentov ter nizka finančna pismenost malih podjetij in vlagateljev dodatno zavirajo njegov razvoj. Evropska komisija ugotavlja tudi, da so slovenska podjetja močno odvisna od bančnih posojil, dostop do lastniškega kapitala na zasebnih trgih pa je omejen (Ministrstvo za finance, 2023).

Pri financiranju naložb se morajo podjetja, predvsem zagonska ter mala in srednje velika podjetja odločati med financiranjem z lastniškim kapitalom ali zadolževanjem. Ko podjetje potrebuje sredstva za financiranje in lastnih nimajo, se najpogosteje zatečejo k bankam. V slovenskem gospodarstvu je moč opaziti visoko odvisnost od bančnih posojil. Medtem pa banke po definiciji ne financirajo projektov tveganega kapitala in zagonskih podjetij, zato lastniki iščejo alternativno financiranje bodisi iz mednarodnih skladov bodisi iz lokalnih investicijskih skladov zasebnega kapitala (angl. private equity).

Zasebni kapital je po definiciji Invest Europe oblika lastniškega kapitala, ki običajno ne kotira na borzi in se nalaga v podjetja z velikim potencialom rasti za srednje in dolgoročno obdobje. (Cajzek, 2018). Trg zasebnega kapitala, ki je vrsta lastniškega kapitala, ima v Sloveniji veliko možnosti za rast, menijo v PwC/TBA. Vendar pa ni dobro zastopan na ravni nacionalne politike, kar kaže na omejeno vrednost teh naložb.

Skupna vrednost investicij v letih 2012 in 2013 je znašala le 9 mio. EUR, leto pred finančno krizo pa 14 mio. EUR (0,037 % BDP). Trg zasebnega kapitala je po krizi leta 2014 postal bolj

aktiven. Tretji najvišji vrh je bil zabeležen leta 2016, ko je skupna vrednost naložb znašala 73 mio. EUR (0,183 % BDP) (Ministrstvo za finance, 2023).

Večina kapitala, skoraj 70 mio. EUR, je bilo investirane v obliki odkupov večjih in že uveljavljenih podjetij, katerih večinski delež so prevzeli tako imenovani »buyout« skladi. Njihove investicije so v letu 2016 tudi v širši regiji obsegale približno 75 % vsega investirane kapitala v letu 2016 (Cajzek, 2018).

Naslednje leto je skupna vrednost naložb znašala 22 mio. EUR (0,049 % BDP), kar je peta najvišja vrednost od leta 2007. Vendar pa je bilo v letih 2018 in 2019 vsako leto vloženih le 1 mio. EUR. Leta 2020 je bila vrednost investicije 19 mio. EUR, leta 2021 pa 407 mio. EUR (0,791 % BDP), kar je absolutni rekord (Ministrstvo za finance, 2023).

Obstaja tudi pomanjkanje finančne izobrazbe in nezaupanje med malimi in srednje velikimi podjetji, ko gre za pridobivanje finančnih sredstev od vlagateljev v kapital. Za spodbujanje naložb na trgu lastniškega kapitala so bili sprejeti različni ukrepi. Evropski investicijski sklad in SID banka sta leta 2017 začela 100 mio. EUR vreden investicijski program za privabljanje mednarodnega zasebnega kapitala in povečanje lastniškega kapitala (SID banka, brez datuma).

Pri iskanju potencialnih naložb skladi praviloma iščejo podjetja s faktorjem X, kar ne pomeni nujno, da je posamezno podjetje v času naložbe med najboljšimi v svoji panogi, zahteva pa potencial, da to postane s pomočjo upravljavcev sklada, znanja, izkušenj. Skladi zasebnega kapitala pogosto pridobijo pomembne manjšinske ali večinske deleže v podjetjih in sodelujejo pri oblikovanju njihovih poslovnih strategij, s čimer želijo dodajati vrednost, prispevati k poslovni rasti in razvoju (Cajzek, 2018).

Na splošno lahko govorimo o skladih, ki vlagajo in podpirajo zagonska podjetja z izvirnimi poslovnimi idejami na eni strani ter skladih, ki kupujejo deleže v velikih, uveljavljenih podjetjih, ki delujejo v tako imenovanih starih panogah in potrebujejo pomoč pri revitalizaciji poslovanja. Skladi zasebnega kapitala glede na najbolj razširjene naložbene strategije po opredelitvi Invest Europe delimo na tvegani kapital in kapital za rast.

Tvegani kapital (»venture«) kapital in njegove oblike:

- Semenski kapital: sredstva, vložena v mlada podjetja v zgodnjih fazah razvoja, pred množično proizvodnjo ali distribucijo izdelka.
- Zagonski kapital: sredstva, ki se uporabljajo za financiranje proizvodnje, distribucije in začetnih stroškov prodaje in trženja že razvitih izdelkov ali storitev.
- Financiranje poznejših faz: sredstva za nadaljnje financiranje delujočih podjetij, ki morda še niso dobičkonosna. Kapital se pogosto vlaga v podjetja, ki so že prejela financiranje tveganega kapitala v prejšnjih fazah.

Kapital za rast (angl. growth capital) so naložbe v relativno zrela podjetja, ki lahko širijo svoje poslovanje na nove trge ali želijo prestrukturirati svoje poslovanje ali financirati prevzeme z dokapitalizacijo na različne načine (Cajzek, 2018):

- odkupi (angl. buyout): financiranje nakupov večjih, uveljavljenih podjetij, pri čemer sklad zasebnega kapitala običajno postane večinski lastnik podjetja. Odkupi se lahko financirajo tudi s kombinacijo dolga in kapitala;
- nadomestni kapital (angl. replacement capital): kapital, uporabljen za nakup lastniškega kapitala podjetja od drugega podjetja/sklada zasebnega kapitala;
- kapital za izboljšanje in oživitev poslovanja (angl. rescue capital): sredstva za uveljavljena in zrela podjetja, ki se soočajo s finančnimi težavami, da ponovno vzpostavijo uspešno poslovanje.

V Sloveniji večina AIS kot alternativne oblike financiranja predstavljajo skladi zasebnega kapitala, katerih naložbena strategija je usmerjena predvsem v financiranje MSP-jev in zagonskih podjetij. AIS je v primerjavi z bančnim sektorjem ali sektorjem vzajemnih in pokojninskih skladov trenutno segment z zanemarljivim deležem, vendar predstavlja hitro rastočo panogo (Ministrstvo za finance, 2023).

3.6.2 Program kapitalske rasti SEGIP- razvoj instrumenta investicijskega sklada zasebnega kapitala

Pri razvoju trga investicijskih skladov zasebnega kapitala v Sloveniji je imel ključno vlogo projekt SID banke »Slovenski naložbeni program kapitalske rasti« (angl. Slovene Equity Growth Investment Programme, v nadaljevanju SEGIP) z obsežnim financiranjem tega segmenta.

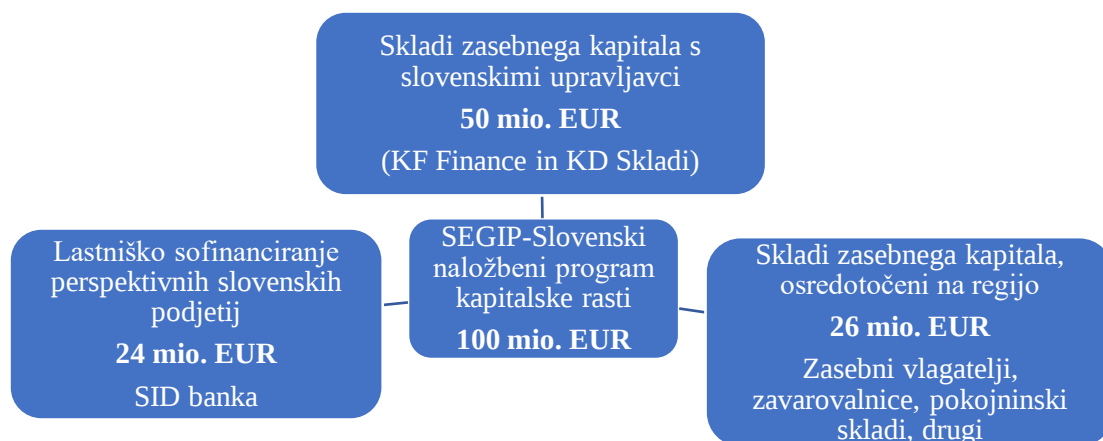
SEGIP je program naložb, ki sta ga leta 2017 vzpostavila Slovenska razvojna banka (SID banka) in Evropski investicijski sklad (EIF). Namenjen je zagotavljanju lastniškega in kvazi lastniškega financiranja slovenskim MSP in podjetjem s srednje veliko kapitalizacijo v fazi rasti s skupnim financiranjem 100 mio. EUR (50 mio. EUR od vsake institucije). Program zapolnjuje tržno vrzel v lastniškem financiranju v Sloveniji in pomaga pritegniti zasebne vlagatelje za financiranje slovenskih podjetij v fazi rasti.

Od 100 mio. EUR sredstev za SEGIP je bilo 50 mio. EUR namenjenih skladom zasebnega kapitala, ki jih upravljajo slovenski upravljavci, ki jih je EIF izbral na javnem razpisu. Skladi zasebnega kapitala, ki jih upravlja ALFI PE, d. o. o., in Generali Investments, d. o. o., so bili izbrani za upravljavce. Poleg sredstev SEGIP-a pa so pridobili še dodatnih 85 mio. EUR od ozaveščenih zasebnih vlagateljev.

Cilj SEGIP je podpreti slovenska mala, srednja in srednje velika podjetja, pritegniti mednarodne naložbe zasebnega kapitala v Slovenijo ter razviti finančno in institucionalno

zmogljivost v Sloveniji s podporo upravljavcem skladov zasebnega kapitala, ki veliko vlagajo v slovenska podjetja (SID banka, mala in srednja podjetja, SEGIP in SEGIP Top up). Porazdelitev sredstev v programu financiranja SEGIP je predstavljen na sliki 12.

Slika 12: Porazdelitev sredstev v programu financiranja SEGIP



Vir: SID Banka (brez datuma).

Prav zaradi uspešnosti je bil program SEGIP povečan za dodatnih 120 mio. EUR s programom SEGIP Top-Up. EIF in SID banka sta v SEGIP Top-Up vložila vsak po 60 mio. EUR. SEGIP Top-Up sestavljajo sedaj trije dodatni skladi, in sicer (SID Banka, brez datuma):

- sklad tveganega kapitala za prenos tehnologij (VC TT sklad),
- sklad tveganega kapitala za financiranje zagonskih podjetij (VC sklad),
- skladi zasebnega kapitala, ki naslavljajo problematiko lastniških nasledstev v družinskih podjetjih (PE nasledstva).

4 POSLOVANJE AIS IN POSEBNOSTI UPRAVLJANJA PREMOŽENJA V SKLADU ZOAIS IN ZUAIS

4.1 Bistvo, oblike in vrste AIS

Značilnosti investicijske dejavnosti v segmentu alternativnih investicijskih skladov in vse spodaj naštetе točke bom v tem poglavju obravnavala z več zornih kotov, tako z vidika upravljavca sklada kot tudi s strani sklada v okviru njegovih posameznih oblik in tipov.

Na splošno je definicija alternativnega sklada zelo kratka in dvoumna, izhaja iz nasprotne definicije. 6. člen ZISDU 3 določa AIS kot tisto, kar ni KNPVP: »AIS je vsak investicijski sklad, ki ni KNPVP, ne glede na to, ali premoženje zbira javno ali nejavno.«

UCITS (KNPVP) sklad je odprt investicijski sklad z javno ponudbo. To pomeni, da se denar zbira na podlagi ponudbe, ki je na voljo vsem, ki želijo vlagati, ne glede na to, ali gre za male ali profesionalne vlagatelje (ATVP). Pri tem je edini namen KNPVP nalaganje sredstev v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe (ATVP, brez datuma). Naložbe AIS tako predstavljajo vse tisto, kar ni KNPVP.

Alternativni investicijski sklad (AIS) je sklad, ki zbira denar od vlagateljev oz. zbira sredstva na podlagi javne in zasebne ponudbe. Zbrana sredstva se nato lahko vlaga v finančne instrumente, tudi v UCITS sklad, lahko pa tudi v druge, nekoliko bolj tvegane vrste sredstev. AIS usmerja sredstva vlagateljev v visoko tvegane naložbe, zaradi česar so primerne za profesionalne in usposobljene vlagatelje, kot so finančne institucije. Vendar pa so manj primerni za male vlagatelje (ATVP, brez datuma).

Na začetku je treba identificirati ključne točke, kakšna je razlika med alternativnimi investicijski skladi in vzajemnimi investicijskimi skladi (iz Evropske Direktive UCITS), zakaj zakonodajalec te sklade uvršča med alternativne na trgu tovrstnih naložb. Glavne razlike so predstavljene v tabeli 2.

Tabela 2: Pomembne razlike med skladi KNPVP (UCITS) in AIS

KNPVP	AIS
Namenjen je najširšemu krogu vlagateljev.	Namenjeni so primarno profesionalnim vlagateljem (registrirani AIS) in izjemoma v primeru specialnih investicijskih skladov (SIS) tudi kvalificiranim neprofesionalnim vlagateljem. Edini AIS, ki bi lahko bil dostopen najširši množici neprofesionalnih vlagateljev, bi bila nepremičninska investicijska družba, ki bi kotirala na borzi.
Natančno in enotno so regulirani na ravni EU.	Ohlapnejše so regulirani, zahteve so odvisne od možnosti trženja neprofesionalnim vlagateljem.
Upravlja ga družba za upravljanje, ki mora imeti dovoljenje za upravljanje.	Upravlja ga upravljavec AIS, ki lahko ima dovoljenje ATVP (upravljavci SIS in upravljavci z dovoljenjem za upravljanje AIS) ali pa ne (registrirani upravljavci AIS).
Je pod nadzorom ATVP.	Nadzor ATVP je odvisen od tega, komu se lahko trži.
Vključuje samo likvidne naložbe v vrednostne papirje.	Zajema bistveno širši obseg naložb, vključno s slabo likvidnimi naložbami (nepremičnine, terjatve, deleži v nekotirajočih podjetjih).

Vir: ATVP (brez datuma b).

Pomembno je poudariti, da so neprofesionalnim vlagateljem, ki vložijo najmanj 50.000 EUR, dostopni tudi specialni investicijski skladi (SIS) kot podmnožica alternativnih investicijskih skladov, pri čemer pa gre v tem primeru za naložbo s pomembno omejeno likvidnostjo, ki je odvisna od naložbene strategije takšnega sklada (npr. nepremičninski sklad, sklad zasebnega kapitala) (Vlagatelj ATVP, brez datuma).

AIS je torej namenjen bodisi profesionalnim bodisi neprofesionalnim vlagateljem, ima možnost vlagati v širši izbor finančnih instrumentov v primerjavi z vzajemnimi (UCITS) skladi. Te vrste skladov so manj likvidne, saj so ustanovljene za določeno obdobje od 3 do 15 let in se lahko po tem časovnem okviru njihovo delovanje podaljša.

Namen oblikovanja teh skladov je financiranje določenih projektov in ustvarjanje dobička ob zaključku projekta ali za dolgoročne naložbe, ki prinašajo redne prihodke. Vendar pa imajo vlagatelji omejene možnosti za odkup svojih delnic po lastni presoji. AIS so zelo primerni za vlagatelje, ki iščejo donose iz projektov, ki jih upravlja investicijska družba s predvideno donosnostjo, ki je višja od donosnosti delnic in obveznic. Poleg tega imajo AIS pogosto visokokakovostna sredstva, kar vlagateljem zagotavlja dodatno zaupanje v varnost njihovih vloženih sredstev. AIS vključuje sredstva, kot so poslovne nepremičnine, ki ustvarjajo dohodek od najemnin, razvojni projekti z višjimi donosi, razdeljenimi ob koncu projekta, in delnice drugih skladov ali podjetij, zlasti tistih v hitro rastočih IT-podjetjih, ki postajajo vse bolj priljubljena.

Določbe zakonov ZOAIS in ZUAIS bodo glede pogojev in metod upravljanja in trgovanja z njimi, pogojev za oblikovanje in ustanovitev AIS, načina sodelovanja med pristojnimi organi, poročanja in številna druga razkritja industriji AIS omogočili, da bo zastopana v okviru lokalnih pravnih predpisov z izvajanjem evropskih zahtev.

Pravne oblike alternativnih naložbenih segmentov AIS v Sloveniji do leta 2022 niso bile regulirane, kar pomeni, da se je AIS lahko oblikoval kot neregulirano premoženje ali kot navadna družba. Za odpravo te pomanjkljivosti je nova zakonodaja opredelila posebne oblike AIS, značilne za slovenski kapitalski trg, s katerimi bo spodbujala razvoj finančne industrije. Poleg tega bo zakon pomagal razpršiti sredstva, kar je koristno za vlagatelje (Ministrstvo za finance, 2022).

Od uveljavitve ZOAIS dalje pa bodo možne zgolj tri oblike, ki so se v praksi izkazale za najbolj primerne za poslovanje na slovenskem trgu kapitala, in sicer (5. člen ZOAIS):

- alternativni vzajemni sklad, ki predstavlja AIS kot ločeno premoženje;
- specialna komanditna družba in
- investicijska družba, ki imata pravno subjektiviteto in v osnovi temeljita na zakonu o gospodarskih družbah.

AIS je lahko zaprt ali odprt, če njegova pravnoorganizacijska oblika to dopušča.

Zamejitev pojavnih oblik AIS ter določitev specifik posamezne oblike AIS samo po sebi povečuje pravno varnost, hkrati pa bo pripomoglo k lažji in bolj učinkoviti izvedbi nadzora nad AIS. Predlagana ureditev je tudi manj kompleksna in bolj pregledna, zgleduje pa se po ureditvah najrazvitejših držav EU, kjer so vse dovoljene oblike skladov urejene s posebnim zakonom (Ministrstvo za finance, 2022).

ZUAIS je določil nekaj splošnih pravil, ki veljajo za vse vrste pravnoorganizacijskih oblik AIS, in sicer:

- pravila glede dokumentacije AIS, vključno z aktom o ustanovitvi in ponudbo sklada, ki sta obvezna in morata vsebovati določene podatke;
- pravila o pripravi letnega poročila AIS in njegovem obveznem pregledu, če ima AIS na zadnji dan poslovnega leta več kot 50 vlagateljev ali če vrednost njegovega premoženja presega 4 mio. EUR;
- računovodska pravila AIS;
- pravilnik o pogostosti vrednotenja sredstev AIS.

Pri tem velja opozoriti, da ta splošna pravila veljajo za vse vrste pravnoorganizacijskih oblik in AIS, ne glede na to, ali jih upravljajo »registrirani« upravljavci AIS, ki nimajo pridobljenega dovoljenja za upravljanje AIS, ali »licencirani« upravljavci AIS, ki imajo dovoljenje za vodenje AIS v skladu z določili ZUAIS (Fatur Menard, odvetniška družba, 2022).

4.1.1 Alternativni vzajemni sklad

Alternativni vzajemni sklad je premoženje, ki je ločeno od premoženja upravljavca, ki upravlja ta sklad, in od drugega premoženja v upravljanju upravljavca AIS, se glasi v 15. členu ZOAIS. Vlagatelj z vplačilom v alternativni vzajemni sklad postane imetnik sorazmernega deleža premoženja alternativnega vzajemnega sklada. Ključno izhodišče, ki opredeljuje bistvo te institucije, je, da alternativni vzajemni sklad ni pravna oseba (15. člen ZOAIS).

Ta pravna struktura je najpogostejša oblika ustanavljanja AIS v Sloveniji in je zelo podobna vzajemnim skladom, ki jih ureja ZISDU-3, za katere veljajo pravila glede KNPVP (UCITS) skladov.

ZOAIS opisuje več dobrih praks ustanavljanja in upravljanja AIS v obliki alternativnih vzajemnih skladov, ki temeljijo na predhodnih izkušnjah nereguliranih alternativnih investicijskih skladov na trgu. Te prakse vključujejo pravila o vsebini predpisov o upravljanju, vrednotenju sredstev, računovodskih izkazih, plačilih in odkupih enot sklada ter postopkih likvidacije sklada. ZOAIS rešuje tudi nekatera vprašanja, ki so v preteklosti povzročala težave

v praksi, kot je vzpostavitev jasnih pravil za vpis lastništva naložb sklada v javne registre ter opredelitev ločitve premoženja sklada in upravljavca v primeru stečaja ali izvršbe.

ZO AIS upravljavcem AIS nalaga tudi obveznost, da premoženje alternativnega vzajemnega sklada zaupa skrbniku, ki je odgovoren za ohranitev premoženja v skladu s 117. členom ZUAIS. V 117. členu piše: »Finančne instrumente AIS, ki jih je mogoče evidentirati na računu finančnih instrumentov, odprtem pri skrbniku, in finančne instrumente AIS, ki so bili izdani kot pisne listine, mora skrbnik imeti v skrbništvu.«

Ta obveznost je pomembna novost, saj za neregulirane AIS, ki so jih upravljali registrirani upravitelji AIS v obliki ločenih sredstev, prej ni bil potreben skrbnik. Vendar pa ZO AIS ne zahteva enakih obveznosti za neregulirane AIS, ki jih ustanovijo »registrirani« upravljavci AIS v obliki posebne komanditne družbe ali investicijske družbe (Fatur Menard, odvetniška družba, 2022).

4.1.2 Specialna komanditna družba

Posebna vrsta alternativnega investicijskega sklada (AIS) se imenuje specialna komanditna družba. Specialna komanditna družba je AIS, oblikovan kot dvojna družba, v kateri je komplementar upravljavec AIS ali družba, ustanovljena izključno za namene vključitve v komanditno družbo kot komplementar, katere edini družbenik je upravljavec AIS, in ki ima z upravljavcem AIS sklenjeno pogodbo o upravljanju, komanditisti pa so vlagatelji v AIS (29. člen ZO AIS).

Generalni partner je upravitelj AIS ali družba, ki je posebej ustanovljena za vlogo generalnega partnerja in katere edini delničar je upravitelj AIS. Vlagatelji v AIS so komanditisti. Tako je določeno v 33. členu ZO AIS: »Družbo vodi upravljavec AIS, ki je komplementar družbe, ali edini družbenik namenske družbe za vodenje.« Tudi za to vrsto AIS veljajo pravila, ki veljajo za komanditno družbo po Zakonu o gospodarskih družbah (ZGD-1). Specialna komanditna družba z upravljavcem AIS sklene pogodbo o upravljanju specialne komanditne družbe, s katero se upravljavec AIS zaveže upravljati AIS (38. člen ZO AIS).

ZO AIS vsebuje posebna pravila, ki se razlikujejo od splošnih pravil po ZGD-1, kot so tista, ki se nanašajo na ustanovitev in vodenje posebne komanditne družbe, zahteve glede vodenja poslovnih knjig in poročanja ter postopka likvidacije. Poleg tega je prepovedana prisilna poravnava nad posebno komanditno družbo (Fatur Menard, odvetniška družba, 2022).

4.1.3 Investicijska družba

Investicijska družba je AIS, ki ima osnovni kapital (osnovno glavnico) razdeljen na delnice, njegovo premoženje pa upravlja upravljavec AIS (42. člen ZO AIS). Za to vrsto AIS veljajo pravila ZGD-1 o lastništvu, če ZO AIS ne določa drugače. ZO AIS določa nekatera posebna

pravila, ki se razlikujejo od splošnih pravil v ZGD-1, jih bom obravnavala v nadaljevanju. Ta pravila vključujejo:

- ustanovitev investicijske družbe;
- minimalni znesek osnovnega kapitala 1 mio. EUR in pravilnik o povečanju in zmanjšanju osnovnega kapitala;
- vodenje poslovnih knjig in priprava letnega poročila;
- korporativno upravljanje investicijske družbe (obveznost dvotirnega sistema upravljanja, v katerem upravljavec AIS opravlja funkcijo upravljanja na podlagi sklenjene pogodbe o upravljanju AIS);
- likvidacija investicijske družbe in prepoved prisilne poravnave investicijske družbe.

ZOAIS sedaj na enem mestu ureja vse regulirane vrste AIS, ki jih je mogoče ustanoviti oziroma za katere je mogoče pridobiti dovoljenje v Republiki Sloveniji, in sicer za specialni investicijski sklad in nepremičninsko investicijsko družbo.

4.1.4 Specialni investicijski sklad

Specialni investicijski sklad (SIS) predstavlja posebno regulirano vrsto AIS, ki se lahko oblikuje v kateri koli od zgoraj navedenih pravnoorganizacijskih oblik in se lahko pod določenimi pogoji trži neprofesionalnim vlagateljem v Republiki Sloveniji. Ti pogoji so opredeljeni v ZUAIS, ki je do uveljavitve ZOAIS vseboval tudi pravilnik o ustanavljanju in upravljanju SIS. Pravila, ki jih vsebuje ZOAIS glede SIS, se bistveno ne razlikujejo od obstoječih pravil v ZUAIS, razen izrecne omejitve potencialnih naložbenih strategij, ki jih SIS lahko zasledujejo. Po uvedbi ZOAIS bodo SIS omejeni le na izvajanje strategij skladov zasebnega kapitala, strategij nepremičninskih skladov ali strategij skladov, kot jih določa Delegirana uredba 231/2013/EU, ali strategij posojil, kot jih določa 88. člen ZOAIS. To pomeni, da po uvedbi ZOAIS ne bo več mogoče ustanavljati SIS s katero koli drugo naložbeno strategijo (kot so strategije skladov tveganega kapitala).

SIS je lahko ustanovljen v eni izmed pravnoorganizacijskih oblik, o katerih sem že pisala. Firma SIS v delu, ki označuje dejavnost gospodarske družbe, in skrajšana firma SIS vsebujeta označbo »specialni investicijski sklad« ali »SIS« (74. člen ZOAIS). V sodni register se ne sme vpisati oseba, katere firma vsebuje besedno zvezo »specialni investicijski sklad« ali izpeljanke iz teh besed ali kratico »SIS«, če ta oseba nima priznanega statusa SIS. Označba »specialni investicijski sklad« ali »SIS« je lahko kot del firme ali dodatek k firmi vpisana v sodni register le, če se registrskemu sodišču predloži odločba, s katero je Agencija družbi podelila status SIS. 75. člen ZOAIS pravi, da SIS lahko upravljata upravljavec AIS z dovoljenjem za opravljanje storitev upravljanja AIS in upravljavec AIS, ki je pridobil status upravljavca SIS na podlagi določb ZUAIS.

101. člen ZOAIS opredeljuje izraz »specialna komanditna družba SIS« kot investicijski sklad iz oddelka 2.3 tega zakona (specialna komanditna družba), ki izpolnjuje dodatne pogoje za SIS in pogoje iz tega pododdelka. Firma specialne komanditne družbe iz tega pododdelka vključuje besedno zvezo »specialni investicijski sklad«. Skupni kapitalski deleži komanditistov specialne komanditne družbe morajo biti najmanj 1 mio. EUR. Pred priznanjem statusa SIS morajo biti kapitalski deleži SIS v celoti vpisani.

4.1.5 Nepremičninska investicijska družba

Nepremičninska investicijska družba je nova vrsta reguliranega alternativnega investicijskega sklada (AIS), ki se osredotoča na vlaganje v nepremičnine. Njegove delnice je tako kot delnice drugih javnih družb mogoče prodati neprofesionalnim vlagateljem. Nepremičninska investicijska družba je edini AIS, ki je dostopen najširši množici neprofesionalnih vlagateljev in ki kotira na organiziranem trgu.

Nepremičninsko investicijsko družbo pa lahko ustanovi le upravljavec z dovoljenjem v pravno formalni obliki investicijske družbe, z njegovimi delnicami pa se mora trgovati na organiziranem trgu. Temu je prilagojen postopek ustanovitve nepremičninske investicijske družbe, ki zahteva, da upravljavec AIS pridobi dovoljenje za upravljanje nepremičninske investicijske družbe in odločbo o potrditvi njenega prospekta v skladu z ZTFI-1.

Nepremičninsko investicijsko družbo lahko upravlja samo upravljavec AIS z dovoljenjem za opravljanje storitev upravljanja AIS za vrsto AIS s strategijo nepremičninskega sklada (108. člen ZOAIS). Posebna pravila vključujejo zahtevo po imenovanju upravitelja nepremičninske investicijske družbe in pravila v zvezi z zmanjšanjem osnovnega kapitala družbe. Ta pravila bistveno odstopajo od splošnih pravil za investicijske družbe v ZGD-1.

Za nepremičninsko investicijsko družbe se načeloma uporabljajo zgoraj opisana pravila iz ZOAIS, ki se nanašajo na investicijske družbe, razen če ZOAIS v zvezi z nepremičninsko investicijsko družbo ne določa drugače. V tej zvezi opozarjamo na obveznost imenovanja skrbnika sredstev nepremičninske investicijske družbe ter na posebna pravila, ki se nanašajo na zmanjšanje osnovnega kapitala družbe in bistveno odstopajo od splošnih pravil iz ZGD-1 (Fatur Menard, odvetniška družba, 2022).

Nepremičninske investicijske družbe vlagajo izključno v nepremičnine, namenske nepremičninske družbe, enote AIS s strategijo nepremičninskega sklada, ki jih upravljajo pooblaščenim upravljavci, ali javne nepremičninske družbe, ki kotirajo na organiziranih trgih. ZOAIS vsebuje pravila glede razpršenosti naložb nepremičninskih investicijskih družb, vključno z zahtevo po vlaganju v najmanj šest različnih nepremičnin hkrati, pri čemer je največja izpostavljenost do posamezne nepremičnine 25 % sredstev družbe ob nakupu. ZOAIS določa tudi omejitve zadolževanja nepremičninskih investicijskih družb, pri čemer je omejitev

zadolževanja sredstev največ do 50 % vrednosti sredstev družbe (Fatur Menard, odvetniška družba, 2022).

4.2 Struktura premoženja sklada

Pričakovani donosi AIS so odvisni od vrste naložb (strukture premoženja), v katere namenjajo sredstva vlagateljev. Večja kot je stopnja tveganja, povezana s temi naložbami, višji so pričakovani donosi sklada.

Praksa investiranja slovenskih AIS kaže, da so usmerjeni v razvoj lokalnih podjetij, ki potrebujejo dodatno financiranje ali reševanje finančnih problemov. Zato je potrebno omeniti Sklep o upravljavcu specialnega investicijskega sklada in specialnem investicijskem skladu (SIS), katerega naložbena strategija je usmerjena v financiranje razvoja mikro, majhnih in srednjih gospodarskih družb (Uradni list RS, št. 11/16 in 101/22), ki ga je izdala Agencija za trg vrednostnih papirjev na podlagi drugega odstavka 188. člena ZUAIS.

Strategija SIS se upošteva za ta namen, če izpolnjuje naslednje pogoje:

- SIS namerava v časovnem okviru iz svojih pravil upravljanja ali ustanovnih aktov vsaj 70 % svojih združenih kapitalskih vložkov in neporabljenega kapitala na vpoklic vložiti v sredstva, ki so kvalificirane naložbe, izračunane na podlagi zneskov, ki jih je mogoče vložiti po odbitku vseh relevantnih stroškov ter deležev v denarnih sredstvih in njihovih ustreznikih;
- SIS ne uporabi več kot 30 % združenih kapitalskih vložkov in neporabljenega kapitala na vpoklic za pridobitev sredstev, ki niso kvalificirane naložbe, izračunane na podlagi zneskov, ki jih je mogoče vložiti po odbitku vseh relevantnih stroškov ter deležev v denarnih sredstvih in njihovih ustreznikih.

Obenem so kvalificirane naložbe opredeljene v 4. členu tega Sklepa kot:

- instrumenti lastniškega in navideznega lastniškega kapitala vključno z »mezzanine« kapitalom;
- dolžniški instrumenti, ki jih je izdalo kvalificirano portfeljsko podjetje;
- posojila kvalificiranemu portfeljskemu podjetju;
- enote ali delnice enega ali več evropskih dolgoročnih investicijskih skladov (v nadaljevanju ELTIF), evropskih skladov tveganega kapitala (EuVECA) in evropskih skladov za socialno podjetništvo (EuSEF).

V 6. členu Sklepa je ločeno poudarjen koncept kvalificiranega podjetja. Kvalificirano portfeljsko podjetje je portfeljsko podjetje, ki ni kolektivni naložbeni podjem in če izpolnjuje zahteve, da je ni finančno podjetje ali je podjetje, ki izpolnjuje pogoje za mikro, majhne ali srednje gospodarske družbe in ni sprejeto v trgovanje na organiziranem trgu ali v večstranskem

sistemu trgovanja ali je sprejeto v trgovanje na organiziranem trgu ali večstranskem sistemu trgovanja, pri čemer njegova tržna kapitalizacija ne presega 250 mio. EUR.

Kot izhaja iz 87. člena ZOAIS, se lahko naložbena politika SIS usmeri v posojila, in sicer ima »ne glede na tretji odstavek 85. člena tega zakona lahko SIS, ki izpolnjuje pogoje in merila, ki jih predpiše Agencija, in ki pridobi dovoljenje Agencije, naložbeno politiko, ki predvideva posojila gospodarskim družbam, ki jih SIS odobri iz svojih sredstev, če upravljavec SIS, ki izpolnjuje pogoje in merila, ki jih predpiše Agencija, sočasno ali predhodno pridobi status upravljavca SIS za strategijo posojil«.

Nepremičninske investicijske družbe imajo drugačne dopustne naložbe in tehnike upravljanja sredstev. Po 118. členu ZOAIS nepremičninska investicijska družba lahko izvaja samo naložbeno politiko nalaganja v nepremičnine, pri čemer lahko nalaga izključno v:

- nepremičnine in nepremičninske namenske družbe iz 119. člena tega zakona;
- enote AIS s strategijo nepremičninskih skladov, katerih upravljavci imajo dovoljenje v skladu s predpisi, sprejetimi zaradi prenosa Direktive 2011/61/EU, ali drugo dovoljenje pristojnega organa države članice;
- nepremičninske javne družbe, ki kotirajo na organiziranem trgu, katerega upravljavec je polnopravni član svetovnega združenja borz.

Nepremičninska investicijska družba ima lahko sredstva v obliki terjatev:

- ki nastajajo pri njenem običajnem poslovanju, pri čemer upravljavec AIS zagotovi, da se terjatve izterjujejo v poslovno običajnih rokih, ter terjatev do nepremičninskih namenskih družb v skladu s 119. členom tega zakona;
- ki jih posredno pridobi z nakupom nepremičninske namenske družbe in jih ima nepremičninska namenska družba v trenutku nakupa s strani nepremičninske investicijske družbe.

Nepremičninska investicijska družba lahko posoja svojim nepremičninskim namenskim družbam, če statut nepremičninske investicijske družbe to izrecno dopušča. Nepremičninska investicijska družba skrbniku omogoči celovit vpogled v naložbe in poslovanje nepremičninske namenske družbe, skrbnik pa svoje storitve v zvezi s premoženjem nepremičninske namenske družbe izvaja smiselno na enak način kakor za nepremičninsko investicijsko družbo. Premoženje nepremičninske namenske družbe vrednoti nepremičninska investicijska družba po enakih pravilih kakor lastno premoženje.

Naložbe portfelja nepremičninske investicijske družbe morajo biti ustrezno razpršeni. 120. člen ZOAIS pravi, da za nepremičninsko investicijsko družbo velja naslednje:

- mora imeti sredstva naložena hkrati v najmanj šestih različnih nepremičninah;
- izpostavljenost nepremičninske investicijske družbe do posamične nepremičnine na dan njenega nakupa ne sme presegati 25 % sredstev nepremičninske investicijske družbe;
- je posamezna nepremičnina z začetkom veljavnosti pogodbe o njenem nakupu neposredno ali posredno prek namenskih družb v izključni lasti nepremičninske investicijske družbe;
- izpostavljenost nepremičninske investicijske družbe do posamezne naložbe iz 2. in 3. točke prvega odstavka 118. člena tega zakona, ki pravita, da nepremičninska investicijska družba lahko izvaja samo naložbeno politiko nalaganja v nepremičnine, pri čemer lahko nalaga izključno v enote AIS s strategijo nepremičninskih skladov, katerih upravljavci imajo dovoljenje v skladu s predpisi, sprejetimi zaradi prenosa Direktive 2011/61/EU ali drugo dovoljenje pristojnega organa države članice ali v nepremičninske javne družbe, ki kotirajo na organiziranem trgu, katerega upravljavec je polnopravni član svetovnega združenja borz. Te naložbe ne smejo presegati 10 % sredstev nepremičninske investicijske družbe, skupaj pa ima lahko nepremičninska investicijska družba v navedenih naložbah največ 20 % sredstev;
- lahko pridobi največ 25 % enot drugega AIS.

Velja tudi omeniti, da v 123. člen ZOAIS piše tudi, da upravljavec nepremičninske investicijske družbe v prospektu nepremičninske investicijske družbe navede, ali si namerava nepremičninska investicijska družba izposojati denarna sredstva kot del svoje naložbene strategije, in podrobno pojasni strategijo izposojanja in omejitve. Upravljavec nepremičninske družbe naj zlasti navede, kako bo zadolževanje pomagalo pri izvajanju strategije in kako bo upravljal tveganja zadolževanja, valutno tveganje in tveganje zapadlosti.

4.3 Posebnosti računovodstva in poročanja AIS

Poleg upravljanja premoženja AIS upravljavec opravlja dodatne storitve, povezane z upravljanjem AIS, in sicer administrativne storitve (57. člen ZUAIS), med katere spadajo pravne storitve in vodenje poslovnih knjig ter sestavljanje poslovnih poročil, vrednotenje sredstev in obveznosti ter izračunavanje vrednosti enote, vključno z obračunom davka in davčnim poročanjem, pregled usklajenosti z zakonskimi in podzakonskimi zahtevami, vodenje evidence imetnikov enot in drugih evidenc, delitev dobička oziroma prihodkov, administrativne storitve, povezane z vplačili in izplačili enot.

Upravljavec AIS naj se torej imenuje tudi administrator AIS. Zato bi se moral upravljavec sklada poleg zakonov ZUAIS in ZOAIS ravnati po Sklepu o pravilih poslovanja in poročanju administratorja alternativnih investicijskih skladov (Uradni list RS, št. 11/16), ki ga je izdala ATVP.

Glede računovodskih postopkov ta Sklep določa, da administrator AIS sprejme, izvaja in vzdržuje računovodske politike in postopke, ki mu omogočajo, da izdela in pravočasno posreduje finančna in druga poročila za upravljavca AIS, za katerega opravlja storitev vodenja

poslovnih knjig in sestavljanja poslovnih poročil, ki prikazujejo resnično in pošteno sliko ter so skladna z vsemi veljavnimi računovodskimi standardi in drugimi pravili.

11. člen Sklepa obvezuje administratorja AIS, ki za upravljavca AIS opravlja storitve vrednotenja sredstev in obveznosti, da mora izpolnjevati zahteve, ki jih za zunanjega cenilca določa 79. člen ZUAIS. Administrator AIS zagotovi, da se vrednotenje sredstev SIS opravi skladno z Mednarodnimi standardi ocenjevanja vrednosti za sredstva, ki se nahajajo v Republiki Sloveniji, pa tudi drugimi z pravili ocenjevanja vrednosti, razvrščenimi v Hierarhijo pravil ocenjevanja vrednosti in z notranjimi politikami ter postopki, ki jih je za potrebe vrednotenja sredstev sprejel upravljavac AIS.

4.3.1 Izračun kapitala upravljavca AIS, kapitalska ustreznost

V 49. členu ZOAIS je opredeljeno, da je minimalni osnovni kapital investicijske družbe 1 mio. EUR. V 50. členu je navedeno, da lahko investicijske družbe povečajo svoj osnovni kapital na podlagi določb ZGD-1, ki zajemajo dokapitalizacijo z naložbami, odobrenim kapitalom in povečanjem osnovnega kapitala iz sredstev družbe. Vendar novih delnic ni mogoče izdati po ceni, nižji od čiste vrednosti sredstev na delnico, ne da bi jih prej ponudili obstoječim delničarjem po tej ceni.

Čista vrednost sredstev AIS se izračunava po pravilih Delegirane uredbe 231/2013/EU. Osnovni kapital se lahko poveča samo z izplačilom dividend z delnicami investicijskih družb. V 51. členu je navedeno, da lahko investicijske družbe zmanjšajo svoj osnovni kapital v skladu z določbami ZGD-1 o rednem zmanjšanju osnovnega kapitala in zmanjšanju osnovnega kapitala z umikom delnic.

Tudi skupni kapitalski delež komandistov specialne komanditne družbe mora znašati najmanj 1 mio. EUR, pred priznanjem statusa SIS pa morajo biti kapitalski deleži SIS v celoti vpisani (102. člen ZOAIS). V 112. členu je določeno, da lahko nepremičninske investicijske družbe zmanjšajo svoj osnovni kapital le z umikom delnic, ki jih pridobi družba, lastne delnice pa lahko pridobijo le pod določenimi pogoji, ki jih določi skupščina.

Za upravljavca SIS je pomemben najnižji zahtevani znesek osnovnega kapitala, ki znaša 100.000 EUR (50. člen ZOAIS). Ne glede na to določbo, je minimalni zahtevani znesek osnovnega kapitala za upravljavca SIS, ki je opravljanje vseh upravnih storitev iz drugega odstavka 57. člena tega zakona prenesel na pooblaščenca po osmem odstavku 51. člena tega zakona, 75.000 EUR.

Najnižji zahtevani znesek osnovnega kapitala upravljavca AIS po 62. členu ZUAIS, ki opravlja samo storitve upravljanja AIS, je 125.000 EUR. Če vrednost sredstev AIS, AIS države članice ali AIS tretje države, ki jih upravlja operater AIS, presega 250 mio. EUR, mora upravljavac zagotoviti dokapitalizacijo v višini 0,02 % razlike med vrednostjo premoženja, ki ga upravlja,

in 250 mio. EUR poleg osnovnega kapitala iz prejšnjega odstavka. Ne glede na to zahtevo upravljavec AIS zagotavlja dodatni kapital le do višine, ko vsota zahtevanega osnovnega kapitala iz prvega odstavka tega člena in zahtevanega dodatnega kapitala iz prejšnjega odstavka ne presega 10 mio. EUR. Agencija lahko upravljavcu AIS dovoli, da do 50 % zahtevanega dodatnega kapitala iz drugega odstavka tega člena nadomesti s pravnim poslom, v katerem banka, kreditna institucija ali zavarovalnica s sedežem v Republiki Sloveniji sodeluje s pravnim poslom, za znesek pa jamči država članica ali tretja država.

Glede na 88. člen ZUAIS mora upravljavec alternativnega investicijskega sklada (AIS) vedno imeti ustrezen kapital za opravljene storitve, vrednost sredstev v upravljanju in tveganja, povezana z opravljanjem teh storitev. Pri tem kapital upravljavca AIS sestavljajo naslednje postavke (89. člen ZUAIS):

- vplačani osnovni kapital in kapitalske rezerve, ki so ob rednem poslovanju neomejeno razpoložljivi za pokrivanje morebitnih izgub ter se ob stečaju ali likvidaciji izplačajo za vsemi drugimi terjatvami;
- rezerve iz dobička;
- preneseni čisti poslovni izid;
- presežek iz prevrednotenja.

Pri izračunu kapitala se kot odbitne upoštevajo naslednje postavke: lastne delnice oziroma poslovni deleži, če niso pripoznani kot odbitna postavka kapitala; neopredmetena dolgoročna sredstva; čista izguba poslovnega leta oziroma prenesena izguba preteklih let.

90. člen ZUAIS določa minimalni znesek kapitala, ki ga mora vzdrževati upravljavec AIS in ki mora vedno presegati višino stalnih splošnih stroškov upravljavca AIS, določenih v 13. členu Uredbe (EU) 2019/2033 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 27. 11. 2019 o bonitetnih zahtevah za investicijska podjetja, ter opisuje okoliščine, v katerih lahko upravljavec AIS izplača dividende.

91. člen ZUAIS upravljavcu AIS prepoveduje izplačilo dividend ali izplačilo dobička, če bi s tem zmanjšal kapital upravljavca AIS pod minimalno zakonsko določeno raven. 92. člen poslovodstvu upravljavca AIS nalaga, da z ukrepi zagotovi, da upravljavec AIS ohranja minimalni kapital.

4.3.2 Vrednotenje sredstev

12. člen Sklepa o pravilih poslovanja in poročanju administratorja alternativnih investicijskih skladov določa, da administrator AIS zagotovi, da se čista vrednost sredstev vsakega AIS in vrednost enote vsakega AIS, ki ga upravlja, izračuna na podlagi računovodskih politik in

postopkov iz 10. člena tega sklepa, ter da se vsa vplačila in izplačila obračunajo po pravilni vrednosti enote oziroma čiste vrednosti sredstev.

Glede vrednotenja in izračuna čiste vrednosti sredstev AIS se lahko sklicujemo na člene 75.–83. ZUAIS. Upravljavec AIS za vsak AIS, AIS države članice oziroma AIS tretje države, ki ga upravlja, vzpostavi in uresničuje ustrezne postopke za pravilno in neodvisno vrednotenje sredstev in obveznosti ter za izračun čiste vrednosti sredstev v skladu s tem zakonom, predpisi, ki urejajo poslovanje AIS in pravili upravljanja ali aktom o ustanovitvi AIS. Natančnejša merila v zvezi s postopki vrednotenja sredstev AIS določa 7. oddelek III. poglavja Uredbe 231/2013/EU. Upravljavec AIS najmanj enkrat letno izračuna čisto vrednost sredstev in vrednost enote AIS, AIS države članice oziroma AIS tretje države, ki ga upravlja. Vrednotenje enot odprtega AIS, AIS države članice oziroma AIS tretje države se ob pogojih iz prejšnjega odstavka opravi v rokih, ki so odvisni od njegovih naložb ter pogostosti izdaj in odkupov enot premoženja. Vrednotenje enot zaprtega AIS, AIS države članice se opravi tudi pri povečanju ali zmanjšanju kapitala sklada.

Če vrednotenje opravlja upravljavec AIS sam, Agencija lahko zahteva, da postopke vrednotenja oziroma vrednotenja sredstev in obveznosti preveri zunanji cenilec oziroma revizor (83. člen ZUAIS).

4.3.3 Finančno in nefinančno poročanje

Glede računovodstva in poročanja upravljavca AIS je zapisano v členih 94.–95. ZUAIS, ki pravi, da se za poslovne knjige in letno poročilo upravljavca AIS ter revidiranje uporabljajo splošna pravila, določena v zakonu, ki ureja gospodarske družbe (ZGD), in v zakonu, ki ureja revidiranje.

Upravljavec AIS mora v zvezi z vsakim AIS oziroma AIS države članice, ki ga upravlja, in z vsakim AIS, AIS države članice oziroma AIS tretje države, ki ga trži v državah članicah, razpolagati z letnim poročilom, pripravljenim v skladu s tem zakonom in členi 103.–107. Uredbe 231/2013/EU, v katerem so zbrani naslednji podatki:

- bilanca stanja;
- izkaz poslovnega izida;
- poročilo o dejavnostih v poslovnem letu;
- poročilo o pomembnih spremembah informacij iz prvega odstavka 97. člena tega zakona v poslovnem letu;
- podatek o izplačanih prejemkih zaposlenim v poslovnem letu, ki je razdeljen na stalne in spremenljive prejemke, število upravičencev teh prejemkov, in če je relevantno, podatek o izplačanem izkazanem upravičenju;
- podatek o izplačanih prejemkih v poslovnem letu, razdeljen na znesek, izplačan višjemu vodstvu, in znesek, izplačan drugim zaposlenim, ki v sklopu svojih delovnih nalog in

aktivnosti pomembno vplivajo na profil tveganosti AIS, AIS države članice oziroma AIS tretje države.

Računovodski izkazi, vsebovani v letnem poročilu AIS morajo biti izdelani v skladu s slovenskimi računovodskimi standardi ali mednarodnimi računovodskimi standardi, AIS države članice v skladu z računovodski standardi, ki veljajo v zadevni državi članici, AIS tretje države v skladu z računovodskim standardi, ki veljajo v zadevni tretji državi, vse pa v skladu z računovodskimi pravili, določenimi v pravilih upravljanja ali aktu o ustanovitvi AIS, AIS države članice ali AIS tretje države.

Po 96. členu ZUAIS mora računovodske izkaze AIS, AIS države članice oziroma AIS tretje države iz letnega poročila sklada revidirati revizor na način in pod pogoji, določenimi z zakonom, ki ureja revidiranje, ali s predpisi države članice, sprejetimi zaradi prenosa Direktive 2006/43/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 17. 5. 2006 o obveznih revizijah za letne in konsolidirane računovodske izkaze. Revizorjevo poročilo o računovodskih izkazih, vključno z morebitnimi revizorjevimi kvalifikacijami, se v celoti objavi v letnem poročilu AIS, AIS države članice oziroma AIS tretje države. Letne računovodske izkaze AIS tretje države, ki ga upravlja upravljavec AIS in se trži v državah članicah, revidira revizor v skladu z mednarodnimi revizijskimi standardi, ki veljajo v državi, v kateri ima AIS tretje države sedež.

Poleg poročanja upravljavca kot družbe za upravljanje, upravljavec AIS pripravi letno poročilo AIS, za katerega veljajo najmanj tako stroga pravila, kakor veljajo za majhne kapitalske družbe, z vrednostnimi papirji, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu, če ZGD-1 ne predpisuje strožjih zahtev (12. člen ZOAIS). Če ima AIS na zadnji dan poslovnega leta več kakor 50 vlagateljev oziroma vrednost sredstev večjo od 4 mio. EUR, poročilo iz prejšnjega odstavka pregleda revizijska družba na način in pod pogoji, določenimi z zakonom, ki ureja revidiranje. Enako kot za upravljavca, v zvezi z vodenjem poslovnih knjig se za AIS uporabljajo splošna pravila o računovodenju iz ZGD-1, razen če ta zakon ali ZUAIS določata drugače (13. člen ZOAIS).

Obstaja izjema pri pripravi konsolidiranega letnega poročila, ki je določena v 36. členu ZOAIS. Specialna komanditna družba, za katero velja obveznost iz 56. člena ZGD-1, ne pripravi konsolidiranega letnega poročila v zvezi z družbami, ki jih obvladuje, kadar so te odvisne družbe naložba specialne komanditne družbe. Za investicijsko družbo ta izjema tudi velja upoštevajoč 52. člen ZOAIS. Investicijska družba, za katero velja obveznost iz 56. člena ZGD-1, ne pripravi konsolidiranega letnega poročila v zvezi z družbami, ki jih obvladuje, kadar so te odvisne družbe naložba investicijske družbe.

Za upravljavca obstaja še ločena vrsta poročanja, ki je opredeljena v 157. členu ZUAIS, in sicer upravljavec AIS na zahtevo Agencije, v zvezi z AIS, oblikovanimi ali ustanovljenimi po tem zakonu, posreduje vso dokumentacijo, poročila in informacije, ki jih Agencija potrebuje za izvajanje nadzora po tem zakonu. Dokumentacijo, poročila in informacije, ki jih potrebuje za

izvajanje nadzora po tem zakonu, Agencija zahteva tudi od oseb iz drugega odstavka 154. člena tega zakona in skrbnika. Če oseba iz prvega ali drugega odstavka tega člena ne ravna v skladu z zahtevo Agencije iz tega člena, ji Agencija posredovanje zahtevane dokumentacije, poročil in informacij odredi z odredbo, v kateri določi tudi rok za posredovanje. Za izvajanje nalog po tem zakonu lahko Agencija posredovanje podatkov in dokumentov zahteva tudi od oseb iz 489. člena ZTFI-1 in v skladu s tem členom ZTFI-1 ter na njegovi podlagi izdanim predpisom.

Vsi upravljavci AIS, ki so bili aktivni v letu 2021, so morali redno poročati ATVP. Vsak upravljavec AIS je bil dolžan predložiti poročilo za vsakega posameznega upravljavca AIS ter eno poročilo o posameznem AIS, ki ga upravlja upravljavec AIS. V letu 2021 je ATVP prejela in pregledala 35 poročil o poslovanju upravljavcev AIS in 53 poročil o poslovanju AIS. Ta poročila se posredujejo ESMA.

Poleg numeričnih poročil ATVP od upravljavcev AIS, ki so pooblaščen za opravljanje storitev upravljanja AIS, in upravljavcev AIS s statusom SIS zahteva tudi nenumerična poročila v zvezi z zagotavljanjem storitev upravljanja SIS (ATVP, 2022a).

Na področju trajnostnega razvoja je EU konec leta 2019 sprejela Uredbo (EU) 2019/2088 za sektor finančnih storitev. To od udeležencev na finančnem trgu zahteva, da pri ustvarjanju produktov razkrijejo ali upoštevajo trajnostna tveganja. Uredba se nanaša na borzno-posredniške družbe in investicijske sklade in je začela veljati 10. 3. 2021. Nadzorne institucije (ESMA, EBA in EIOPA) so v letu 2020 pripravile podlage za drugo raven regulative. ATVP spremlja spoštovanje uredbe in je prejela zahteve treh DZU za spremembo naložbene politike v letu 2021.

4.4 Obdavčitev transakcij alternativnih investicijskih skladov

Davčno breme AIS pomembno vpliva na njegovo delovanje, donosnost vlaganj, poslovne odločitve upravljavcev in vlagateljev. Kljub temu da imamo v Sloveniji tri nacionalne predpise ZISDU-3, ZUAIS in ZOAIS za poslovanje alternativnih investicijskih skladov in njihovih upravljavcev, ki predpisujejo temeljna pravna pravila za delovanje tega sektorja, ti predpisi ne odговarjajo na davčna vprašanja in nas silijo k sklicevanju na ključna davčna zakona DDPO in Zdoh, ki se lahko uporabljata tudi pri davčni obravnavi AIS.

Direktiva AIFMD ne vsebuje nobenih davčnih določb, saj je davčna politika v EU še vedno v suverenosti posameznih držav članic. Prav tako ZUAIS ne predvideva nobenih posebnih davčnih pravil glede obdavčitve AIS ali njihovih upravljavcev. Davčna obravnava AIS kot tudi investitorjev v AIS je odvisna od tega, ali je AIS ustanovljen kot družba na podlagi določb ZGD-1 ali kot ločeno premoženje po ZOAIS (Zorman in Mercina, 2016).

Pri uporabi za investicijski sklad splošnih davčnih pravil v praksi se pojavi veliko vprašanj. Po eni strani zaradi novih konceptov oblikovanja različnih pravnih oblik alternativnih skladov, ki

jih uvaja ZOAIS in jih davčna zakonodaja še ne predvideva, po drugi strani pa zaradi posebnosti AIS, predvsem ko gre za ločeno premoženje brez pravne osebnosti.

Za obdavčitev investicijskih in komanditnih družb se tako uporabljajo splošna davčna pravila za gospodarske družbe, vzajemni investicijski skladi pa imajo posebne davčne pogoje.

Prav te davčne nejasnosti močno zavirajo razmah AIS v Sloveniji, nasprotno pa pomanjkanje obsežne prakse in raznolikih primerov v slovenskem okolju v tem sektorju ne more oblikovati sodne prakse v teh zadevah in vzpostaviti davčnih precedensov za oblikovanje zakonov.

Zato bi morala vsaka posamezna družba za upravljanje s svojo interno politiko predpisati davčna pravila za poslovanje alternativnega sklada oziroma specialnega investicijskega sklada.

4.4.1 Obdavčitev AIS

Če je AIS ustanovljen po ZGD-1 kot družba, se šteje za pravno osebo domačega prava in je posledično zavezan za davek od dohodkov pravnih oseb po stopnji 19 %. V 1. odstavku 61. člena ZDDPo-3 je določena oprostitvev DDPO, in sicer »Investicijski skladi, ki so ustanovljeni po zakonu, ki ureja investicijske sklade in družbe za upravljanje, plačujejo davek v davčnem obdobju po stopnji 0 % od davčne osnove, če do 30. novembra tega obdobja razdelijo najmanj 90 % poslovnega dobička prejšnjega davčnega obdobja«. Na tem mestu se pojavi dilema.

Sklepamo lahko, da so do koriščenja ničelne davčne stopnje upravičeni investicijski skladi, ustanovljeni v skladu z zakonom, ki ureja investicijske sklade in družbe za upravljanje (ZISDU-3), zaradi česar je tudi AIS do te ugodnosti upravičen, ker se pojem investicijski sklad ZISDU-3 v 5. členu razlaga kot »KNPVP ali alternativni investicijski sklad« (5. člen ZISDU-3). Zakon DDPO ne določa, kateri investicijski skladi so oproščeni plačila DDPO ali to velja za vse vrste alternativnih skladov ali samo za AIS v obliki alternativnega vzajemnega sklada. Vendar bi moral biti alternativni investicijski sklad v obliki nepremičninske investicijske družbe obdavčen po splošnem davčnem režimu na enak način kot gospodarske družbe po 19 % stopnji. Ta nejasna davčna obravnava AIS prav tako zavira njihov razvoj v Sloveniji.

4.4.2 Obdavčitev ustanoviteljev skladov (imetnikov kupona)

Obdavčitev vlagateljev, imetnikov kuponov sklada, se razlikuje glede na to, ali gre za fizično ali pravno osebo, ali gre za rezidenta ali nerezidenta. Dohodki vlagateljev pravnih oseb so obdavčeni v skladu z ZDDPO-2. Stopnja davka na ustvarjeni davčno priznani dobiček znaša 19 %. Vsi vlagatelji, pravne osebe – rezidenti so dolžni davčno priznani dobiček ugotavljati na podlagi prihodkov in odhodkov, ugotovljenih v skladu z zakoni in računovodskimi standardi, pri čemer so dolžni upoštevati posebnosti, kot jih določa ZDDPO-2. Posebna pravila se nanašajo predvsem na spremembe računovodskih usmeritev, popravke napak in prevrednotenja.

Na podlagi objavljenega dokumenta Generali Investments, d. o. o., Davčni režim 2022 sem obravnavala najpogostejši primer, ko je imetnik kupona rezident in gre za vzajemni sklad ter se verjetno nanaša tudi na alternativni sklad v obliki vzajemnega investicijskega sklada.

Obdavčitev v primeru unovčenja ali prodaje investicijskega kupona oziroma likvidacije posameznega podsklada se investicijski kupon podsklada v skladu s 93. členom ZDoh-2 šteje za kapital, tako da je v primeru odsvojitve (unovčenja, prodaje) investicijskega kupona oziroma likvidacije posameznega podsklada vlagatelj obdavčen v okviru pravil o dobičku iz kapitala po ZDoh-2.

Za obdavčljivo odsvojitve investicijskega kupona po 94. členu ZDoh-2 se šteje unovčenje oziroma prodaja investicijskega kupona podsklada in izplačilo sorazmernega dela likvidacijske mase v primeru likvidacije posameznega podsklada. Za neobdavčljivo odsvojitve investicijskega kupona se po 95. členu ZDoh-2 štejeta predvsem:

- prenos kapitala preminule osebe na dediča, volilojemnika ali osebo, ki ju nadomesti po predpisih o dedovanju, ali na drugo osebo, ki uveljavlja kakšno pravico iz zapuščine, zaradi smrti fizične osebe;
- prenos kapitala v postopkih prisilne izterjave obveznih dajatev v skladu z zakoni. Oprostitev plačila dohodnine ob odsvojitvi investicijskih kuponov v skladu s 528. členom ZISDU-3 velja za imetnike, ki so investicijske kupone podsklada pridobili;
- z zamenjavo investicijskih kuponov obstoječega vzajemnega sklada za investicijske kupone podsklada v postopku oblikovanja krovnega sklada iz obstoječih vzajemnih skladov.

Davčna osnova za določitev zneska davka se ugotovi kot razlika med vrednostjo investicijskega kupona ob odsvojitvi in vrednostjo investicijskega kupona ob pridobitvi. Vrednost investicijskega kupona ob pridobitvi se ugotovi kot znesek vplačila v podsklad, zmanjšan za znesek vstopnih stroškov (torej zmnožek števila enot premoženja in vrednosti ene enote premoženja). V primeru dedovanja se nabavna vrednost investicijskega kupona poveča tudi za znesek morebitnega davka na dediščine in darila. Vrednost investicijskega kupona ob odsvojitvi je enaka zmnožku števila enot premoženja in vrednosti ene enote premoženja ob izplačilu iz podsklada. Kadar je razlika med vrednostjo investicijskega kupona ob odsvojitvi in vrednostjo investicijskega kupona ob pridobitvi pozitivna, je davčna osnova razlika, zmanjšana za normirane stroške, povezane s pridobitvijo in odsvojitvijo investicijskega kupona (Generali Investments (brez datuma c)).

Normirani stroški, povezani s pridobitvijo in odsvojitvijo investicijskega kupona, se priznajo največ v višini, ki ne sme preseči nižjega od:

- seštevka 1 % od nabavne vrednosti investicijskega kupona in 1 % od vrednosti investicijskega kupona ob odsvojitvi, ali

- pozitivne razlike med vrednostjo investicijskega kupona ob odsvojitvi in vrednostjo investicijskega kupona ob pridobitvi.

Od tako ugotovljene davčne osnove se za odsvojitve investicijskega kupona, izvedene od leta 2022 dalje, izračuna in plača dohodnina po stopnji 25 %. Stopnja dohodnine se znižuje vsakih pet let imetništva investicijskega kupona in znaša po dopolnjenih:

- petih letih imetništva investicijskega kupona: 20 %;
- desetih letih imetništva investicijskega kupona: 15 %.

Po petnajstih letih imetništva investicijskega kupona je vlagatelj oproščen plačila dohodnine od dobička iz kapitala. Vlagatelj se lahko za davčna leta od vključno 2022 dalje odloči za vključitev dohodkov iz kapitala v letno davčno osnovo, tako da se njegovi dohodki iz kapitala obdavčijo skupaj z vsemi dohodki, ki se všttevajo v letno davčno osnovo, po progresivnih davčnih stopnjah (dohodninska lestvica) in ob upoštevanju davčnih olajšav. Zavezanec mora o svoji izbiri na predpisan način seznanimi davčni organ (Generali Investments, brez datuma c).

4.5 Provizije in stroški

V tem članku je treba opozoriti, da stroški za upravljavca AIS in za sam sklad niso enaki in se razlikujejo glede na obliko in vrsto sklada, poleg tega pa so, nasprotno, nekatere stroškovne postavke sklada, npr. provizije za upravljanje, prihodki upravljavca.

Kot je na primer določeno v 129. členu ZO AIS, upravljavec nepremičninske investicijske družbe v zvezi s poslovanjem nepremičninske investicijske družbe izračunava in objavlja celotne stroške poslovanja nepremičninske investicijske družbe, ki se izrazijo v odstotku od povprečne letne čiste vrednosti sredstev nepremičninske investicijske družbe.

Provizija za upravljanje kot prejemek upravljavca AIS je opredeljena v 57. členu ZO AIS. Prejemek upravljavca AIS kot uprave investicijske družbe mora biti opredeljen v statutu investicijske družbe kot provizija za upravljanje. Ne glede na 270. člen ZGD-1 je višina provizije za upravljanje določena v statutu investicijske družbe in se lahko spremeni le v postopku spremembe statuta.

Upravljavec AIS je za opravljanje storitev upravljanja SIS upravičen do provizije za upravljanje v višini, določeni v aktu o ustanovitvi SIS. Provizija za upravljanje mora biti določena jasno, pregledno in nedvoumno. Provizija za upravljanje se upravljavcu AIS izplačuje iz sredstev SIS za obdobja in v rokih, določenih v aktu o ustanovitvi SIS. Če akt o ustanovitvi SIS tako določa, se lahko iz sredstev sklada izplačuje tudi nagrada za uspešnost, ki je določena jasno, pregledno in nedvoumno ter obrazložena v aktu o ustanovitvi SIS in določena v skladu s pravili, ki veljajo za nagrado za uspešnost za tak SIS ali upravljavca AIS (80. člen ZO AIS).

V 55. členu ZUAIS so navedene storitve, ki jih lahko izvaja upravljalavec AIS. Te vključujejo storitve upravljanja AIS, storitve upravljanja investicijskih skladov in storitve upravljanja finančnih instrumentov. Za vsako storitev mora upravljalavec AIS pridobiti dovoljenje Agencije po določenih zakona. Poleg tega ne more opravljati storitve upravljanja finančnih instrumentov, razen če obvladuje tudi tveganja, povezana s temi instrumenti. Če želijo opravljati pomožne storitve, morajo najprej pridobiti dovoljenje za storitve gospodarjenja s finančnimi instrumenti.

Za nepremičninsko investicijsko družbo so opredeljeni stroški poslovanja iz 127. člena ZOAIS. Poleg provizije za upravljanje je upravljalavec AIS, ki upravlja nepremičninsko investicijsko družbo, iz sredstev nepremičninske investicijske družbe upravičen izvesti plačila samo za tiste vrste stroškov v zvezi z upravljanjem nepremičninske investicijske družbe, ki so določeni v statutu nepremičninske investicijske družbe. Statut nepremičninske investicijske družbe lahko določi, da je upravljalavec nepremičninske investicijske družbe iz sredstev nepremičninske investicijske družbe poleg plačila provizije za upravljanje in nagrade za uspešno upravljanje upravičen izvesti tudi plačila provizije in plačila za vse ali posamezne od naslednjih vrst stroškov, ki nastanejo pri poslovanju nepremičninske investicijske družbe, in sicer:

- stroškov, povezanih z ustanovitvijo nepremičninske investicijske družbe;
- stroškov uvrstitve in trgovanja z delnico nepremičninske investicijske družbe na organiziranem trgu;
- stroškov vrednotenja nepremičnin, vpisa lastniških in drugih pravic v zvezi z nepremičninami;
- stroškov revidiranja letnega poročila nepremičninske investicijske družbe in stroškov zunanjih strokovnjakov, povezanih s pripravo in revidiranjem letnega poročila;
- davkov in drugih obveznih dajatev v zvezi s premoženjem nepremičninske investicijske družbe ali prometom s tem premoženjem;
- stroškov obresti in drugih stroškov zadolževanja za posojila, ki jih v skladu s tem zakonom upravljalavec nepremičninske investicijske družbe najema za račun nepremičninske investicijske družbe;
- stroškov plačilnega prometa, razen če je do njihove povrnitve upravičen skrbnik;
- stroškov v zvezi z izplačilom dobička nepremičninske investicijske družbe;
- stroškov obveščanja imetnikov enot nepremičninske investicijske družbe po tem zakonu in drugih predpisih, ki zahtevajo obveščanje imetnikov enot nepremičninske investicijske družbe; – stroškov uveljavljanja pravic iz finančnih instrumentov, ki so v lasti nepremičninske investicijske družbe, za račun nepremičninske investicijske družbe;
- stroškov skrbniških storitev skrbnika, vključno z vsemi stroški v zvezi z uveljavljanjem zahtevkov zoper skrbnika;
- stroškov, povezanih s pridobitvijo in odsvojitvijo premoženja nepremičninske investicijske družbe, kot so provizije in stroški borznih posrednikov, upravljavcev organiziranih trgov in večstranskih sistemov trgovanja, upravljavcev poravnalnih sistemov ali klirinško depotnih družb, stroškov vstopanja na organizirane trge;

- stroškov, povezanih s pridobitvijo in odsvojitvijo nepremičnin ter sorazmernega dela stroškov provizij in drugih stroškov svetovalnih družb, povezanih s skupnim nastopom upravljavca AIS z drugimi prodajalci pri prodaji sredstev nepremičninske investicijske družbe;

4.6 Sistem upravljanja tveganj investiranja v AIS

52. člen ZUAIS določi, da je eno izmed pravil poslovanja za upravljavca SIS upravljanje tveganj AIS. Upravljavec SIS vzpostavi in izvaja ustrezne sisteme upravljanja tveganj, s katerimi na primeren način ugotavlja, meri, obvladuje in spremlja tveganja, ki so relevantna za vsako naložbeno strategijo SIS in ki jim je ali bi jim bil lahko izpostavljen SIS.

Upravljavec AIS vzpostavi in izvaja ustrezne sisteme upravljanja tveganj, kot so opredeljeni v 38. členu Uredbe 231/2013/EU, s katerimi na primeren način ugotavlja, meri, obvladuje in spremlja tveganja, ki so relevantna za vsako naložbeno strategijo AIS, AIS države članice oziroma AIS tretje države in ki jim je ali bi jim lahko bil izpostavljen sklad (70. člen ZUAIS). Upravljavec AIS vsaj enkrat letno oceni ustreznost sistemov upravljanja tveganj v skladu z 41. členom Uredbe 231/2013/EU in jih po potrebi ustrezno prilagodi. Upravljavec AIS vzpostavi in vzdržuje trajno funkcijo upravljanja tveganj v skladu z 39. členom Uredbe 231/2013/EU.

Upravljanje tveganj nepremičninske investicijske družbe omogoča ugotavljanje, merjenje, obvladovanje in spremljanje tveganj, ki izvirajo iz uporabljenih tehnik. Uporaba tehnik upravljanja sredstev nepremičninske investicijske družbe ne sme biti v nasprotju z naložbenimi cilji in naložbeno politiko iz statuta nepremičninske investicijske družbe (122. člen ZOAIS).

4.7 Ravnanje nadzornega organa

V končni fazi zaupanje vlagateljev temelji na zakonitosti, transparentnosti posamezne finančne institucije, torej se delno izraža v stopnji njegovega nadzora. Industrio investicijskih skladov močno nadzorujejo številne institucije in organi. Med katerimi so ATVP, Banka Slovenije, Agencija za zavarovalni nadzor, finančni nadzorniki v EU, med katerimi je ključna ESMA.

ATVP je pristojna za nadzor nad upravljanjem storitev in delovanja AIS v Sloveniji, državah članicah EU in tretjih državah, razen nekaterih tržnih predpisov in skladnosti s posebnimi zakoni. Agencija lahko zahteva poročila in informacije od ustreznih strani, vključno z upravljavcem AIS, revizorji, deležniki in z njimi povezanimi osebami.

V 251. členu ZUAIS je opredeljen namen nadzora Agencije nad upravljavcem AIS, kot je zagotavljanje spoštovanja pravil upravljanja AIS in drugih predpisov, ki se nanašajo na poslovanje upravljavca. Agencija lahko pri izvajanju tega nadzora uporablja smernice ESME.

V 252. členu je določeno, da lahko agencija nadzoruje upravljavca z zbiranjem poročil, opravljanjem revizij in izrekanjem nadzornih ukrepov. Agencija lahko po potrebi zahteva dostop do dokumentov ali evidenc, ki jih ima katera koli oseba, povezana z dejavnostjo upravljavca. 253. člen določa več možnih nadzornih ukrepov, vključno s priporočili, ukazi za odpravo kršitev, začasno prekinitev opravljanja storitev in odvzem licence. Agencija lahko tudi odredi upravljavcu, da zaradi zaščite vlagateljev ali javnosti za določen čas preneha sprejemati ali distribuirati enote AIS. Agencija lahko upravljavcu odredi zamrznitev premoženja v AIS, skrbniku pa lahko izreče tudi nadzorne ukrepe.

ATVP ima pooblastila za nadzor nad AIS in drugimi subjekti, ki trdijo, da so AIS, vendar ne izpolnjujejo zahtev zakona. Namen Agencije je preverjanje spoštovanja zakonodaje in izdajanje ukrepov za odpravo kršitev. Ukrepi lahko vključujejo dodatne odredbe, začasne prepovedi, odvzem statusa upravljanja AIS, odvzem dovoljenj in izbris iz registra. AIS in drugi subjekti morajo Agenciji na zahtevo zagotoviti vso potrebno dokumentacijo in informacije.

5 ANALIZA USPEŠNOSTI AIS, PRIMERI POSLOVANJA V SLOVENIJI

5.1 Udeleženci na trgu upravljanja premoženja AIS

Konec leta 2022 je bilo 42 upravljavcev AIS s sedežem v RS, od tega je bilo upravljavcev AIS z dovoljenjem ATVP za opravljanje storitev upravljanja AIS s sedežem v RS 5. Med temi je bilo AIS v upravljanju upravljavcev AIS s sedežem v RS 59, od tega je bilo AIS s statusom SIS v upravljanju 12. Prav tako je agencija zabeležila 281 AIS iz drugih držav članic, ki se tržijo profesionalnim vlagateljem v RS, in 119 EuVECA iz drugih držav članic, ki se tržijo v RS.

Tabela 3: Splošni podatki o AIS

	31. 12. 2019	31. 12. 2020	31. 12. 2021	31. 12. 2022
Število upravljavcev AIS s sedežem v RS	23	30	41	42
od tega število upravljavcev AIS z dovoljenjem ATVP za opravljanje storitev upravljanja AIS s sedežem v RS	1	1	1	5
od tega število upravljavcev SIS	3	4	5	3

se nadaljuje

Tabela 3: Splošni podatki o AIS (nad.)

	31. 12. 2019	31. 12. 2020	31. 12. 2021	31. 12. 2022
Število AIS v upravljanju upravljavcev AIS s sedežem v RS	35	47	60	59
od tega število AIS s statusom SIS v upravljanju	5	8	10	12
Število AIS iz drugih držav članic, ki se tržijo profesionalnim vlagateljem v RS	105	146	192	281
Število EuVECA iz drugih držav članic, ki se tržijo v RS	66	68	80	119

Vir: ATVP (2023).

5.2 ALFI – alternativni investicijski skladi

Trenutno je največji upravljavec AIS v Sloveniji ALFI, d. o. o., družba za upravljanje, ki ima v upravljanju 5 specialnih investicijskih skladov: sklad ALFI Distressed assets, sklad zasebnega kapitala ALFI PE (angl. Private Equity Fund), sklad za nepremičnine ALFI Real estate, sklad zasebnega dolga ALFI PD (angl. Private debt) in sklad zelene energije ALFI sklad zelenih virov energije (ALFI, d. o. o., brez datuma).

V ALFI se približujejo upravljanju pol mrd. EUR. Skladi ALFI danes upravljajo naložbe, kot so deleži v Tušu, Merkurju, Sportini, družinskih podjetjih, številne poslovne nepremičnine, veterinarske klinike, medicinski centri, otroške trgovine, energetika itn.

Vstopni znesek za alternativne sklade je praviloma 150.000 EUR, ki v Sloveniji pomenijo mejo med nepoučenimi in dobro poučenimi vlagatelji. Alternativni skladi so ustanovljeni za določeno obdobje, zbrani denar vlagateljev se »zapre«, vloži (v prej omenjene nepremičnine, odkupe terjatev ipd.), ta sredstva se upravljajo, ob koncu življenjske dobe pa se sklad likvidira in vlagatelji izplačajo (Derčar in Jereb, 2023).

Sklad ALFI Distressed assets vlaga v velike portfelje in posamezne slabe terjatve, podjetja in finančne naložbe, primerne za prestrukturiranje. Sklad zasebnega kapitala vlaga v mala in srednje velika podjetja v Sloveniji in na Hrvaškem, pri čemer se osredotoča na izboljšave poslovanja, mednarodno širitev in dolgoročno uspešnost. Nepremičninski sklad vlaga v poslovne nepremičnine s stabilnimi prihodki, finančno stabilnost najemnikov in potencialno rast prihodkov od najemnin. Zasebni dolžniški sklad vlaga v zasebne dolžniške vrednostne papirje. Sklad zelene energije vlaga v obnovljive vire energije.

AIS ALFI Distressed assets z več kot 50 mio. EUR sredstev pod svojim upravljanjem, je uvrščen med vodilne v svoji regiji. Geografska usmerjenost tega sklada se osredotoča predvsem na naložbe v Sloveniji, pa tudi na Hrvaškem, v Bosni in Hercegovini ter Srbiji.

Glavne naložbe sklada vključujejo (ALFI, d. o. o., brez datuma):

- večje portfelje slabih terjatev, ki se vlagajo skupaj s soinvestitorji,
- posamezne slabe terjatve (single tickets),
- družbe,
- finančne naložbe, ki so primerne za prestrukturiranje (distressed assets).

Poleg financiranja podjetij v fazi rasti je namen sklada v Slovenijo pritegniti mednarodne naložbe zasebnega kapitala, mobilizirati vire slovenskih institucionalnih vlagateljev ter okrepiti zmogljivosti v Sloveniji ustanovljenih skladov zasebnega kapitala. To bo doseženo s podporo upraviteljev skladov zasebnega kapitala, ki so bili podvrženi strogemu pregledu EIF. Cilj programa je, kot poudarjajo v SID banki, tudi povečati kontinuiteto lastniškega financiranja, ki ga lahko zagotavljajo regionalni in vseevropski skladi zasebnega kapitala.

V okviru postopka skrbnega pregleda je Evropski investicijski sklad vzpostavil nabor standardov, ki jih morajo izpolnjevati lokalni upravitelji skladov zasebnega kapitala, da lahko sodelujejo v programu SEGIP in uspešno pridobijo zaveze institucionalnih vlagateljev v Sloveniji. EIF je na zaprtem razpisu za upravljavca sklada izbral KD Sklade (danes se imenujejo Generali investments) in KF Finance (danes se imenujejo ALFI). Ta upravljavca morata upoštevati standarde EIF za lastniško financiranje podjetij, da lahko sodelujeta v programu (Lipnik in Fazarinc, 2019).

S sredstvi iz tega programa EU je bil ustanovljen sklad **ALFI Private Equity Fund**, znan tudi kot **ALFI PE SIS**. To je neodvisen sklad zasebnega kapitala, ki je specializiran za vlaganje v mala in srednje velika podjetja ter podjetja s srednje veliko kapitalizacijo, ki se razvijajo, so inovativna in doživljajo hitro rast. Osredotoča se predvsem na podjetja s sedežem v Sloveniji in na Hrvaškem, za katera je prepoznan velik potencial za uspeh. Glavna področja zanimanja sklada vključujejo operativne izboljšave, potencial za mednarodno širitev in dolgoročno uspešnost. Cilj sklada je pomagati tem podjetjem, da postanejo močnejša in bolje pozicionirana za dolgoročno rast, kar lahko na koncu privede do ustvarjanja delovnih mest in podpore lokalnim skupnostim. Sklad ALFI PE SIS je bil prvotno ustanovljen z vložkom 25 mio. EUR iz Naložbenega programa za kapitalsko rast Slovenije – SEGIP, ki sta ga sofinancirala (SID banka) in Evropski investicijski sklad (EIF). Poleg tega je sklad lahko mobiliziral dodatna sredstva zasebnih vlagateljev, ki so znašala 1,8-kratnik plačilnega sredstva SEGIP.

SID banka je program SEGIP oblikovala za podporo inovativnim in hitro rastočim malim in srednje velikim podjetjem z do 3.000 zaposlenimi ter tujim podjetjem, ki poslujejo v Sloveniji. Primarni cilji programa SEGIP so spodbujanje rasti, pospeševanje nadaljnjega razvoja in

širitve, podpora slovenskim podjetjem pri vstopu na tuje trge, ustvarjanje novih delovnih mest z lastniškim financiranjem ter spodbujanje dolgoročnega vzdržnega razvoja investicijskih skladov VC/PE (Venture capital/Private Equity) na trgu kapitala Republike Slovenije) (ALFI, d. o. o., brez datuma).

Slovenski zasebni dolžniški sklad ALFI PD je s podporo Evropskega investicijskega sklada (EIF) zbral 41 mio. EUR za financiranje malih in srednje velikih podjetij v Sloveniji in na Hrvaškem. Partnerstvo z ALFI PD je korak naprej za zagotovitev ustreznega in profesionalno razvitega alternativnega trga financiranja, ki je ključen za izboljšanje dostopa do financiranja v Sloveniji in na Hrvaškem ter za ustvarjanje gospodarstva, ki je sposobno uspešno konkurirati po vsem svetu (Gole, 2021b).

Cilj ALFI PD je zagotoviti do 80 mio. EUR za naložbe v več kot 80 podjetij ter prispevati k dolgoročnemu trajnostnemu razvoju in večji konkurenčnosti malih in srednje velikih podjetij v Sloveniji in na Hrvaškem. V ALFI zatrjujejo: »Sklad omogoča lokalnim malim in srednje velikim podjetjem odpiranje novih, prej nedostopnih možnosti financiranja, kar jim omogoča, da izberejo najboljšo možnost za svoje naložbene načrte« (Gole, 2021b). Sklad ALFI PE najde projekte v različnih sektorjih lokalnega gospodarstva. Med drugim vstopa v panogo veterine in je podpisal pogodbo za pridobitev večinskega deleža v družbi Veterinarska bolnica Slovenska Bistrica.

Omeniti velja, da ALFI PE konsolidira tudi zasebne zdravstvene domove. Sklad zasebnega kapitala ALFI PE je prevzel večinski delež v družbi Medilab, največji slovenski zasebni zdravstveni ustanovi za slikovno diagnostiko. S tem se nadaljujejo prevzemi zasebnih zdravstvenih centrov. ALFI PE je postal 79 % lastnik Medilaba. Kot manjšinski lastnik pa je v naložbo vstopilo tudi novo vodstvo, s katerim bomo skladno z zastavljeno strategijo poskrbeli za nadaljnjo rast, razvoj in širitev družbe. Cilj je ustvariti skupino, ki bo vodilni ponudnik slikovne diagnostike na območju Slovenije.

V letu 2021 je sklad ALFI PE prevzel dve trgovini z otroško opremo Baby center in Pikapolonico, ki sta imeli po omejitvah, povezanih s pandemijo Covida-19, finančne težave. Direktor in partner ALFI PE Miran Kovač je povedal: »Načrtujemo združitev z namenom okrepitve položaja in maksimiziranje učinka sinergij. Ohraniti želimo dobičkonosnost trgovin in posledično delovna mesta ob vse večjih pritiskih multinacionalk, denimo Müllerja, ki je bil vso epidemijo normalno odprt, ter krepiti spletno prodajo, na katero se bomo poleg širitve zunaj Slovenije tudi osredotočili« (Gole, 2020a).

Sklad ALFI PE je vodil prestrukturiranje Tuša, ki je od bank upnic z diskontom kupil njihove terjatve. ALFI je postal več kot 80 % lastnik vseh finančnih terjatev, ki jih je konvertiral v kapital in tako postal tudi pomemben solastnik, medtem ko je lastniku Mirku Tušu ostal petinski delež (Gole, 2021a).

Tretja fundacija je Specialni investicijski sklad **ALFI Real estate (RE)**. Naložbena strategija sklada je ustvarjanje donosov za investitorje z naložbami v poslovne nepremičnine. Sklad nalaga sredstva v portfelj trgovskih in pisarniških nepremičnin, logističnih in medicinskih centrov ter podatkovnih centrov.

Ključni pogoji, ki jih sklad zasleduje pri nalaganju v nepremičnine, so:

- lokacija,
- stabilnost prihodkov (dolgoročne najemne pogodbe),
- finančna stabilnost najemnikov,
- potencial rasti prihodkov iz najemnin.

Naložba v sklad ALFI RE je alternativa neposrednim naložbam v nepremičnine s strani posameznikov, za katere investiranje v nepremičnine predstavlja visok začetni vložek ter nizko likvidnost in hkrati od posameznika terja vzdrževanje in upravljanje takšnih nepremičnin. Edini namen sklada je namreč premoženje, zbrano od vlagateljev, skladno z naložbeno politiko vlagati v portfelj več nepremičnin z namenom razpršitve tveganj, hkrati pa upravljavec sklada preko skrbno izbranih izvajalcev zagotavlja tudi profesionalno upravljanje in vzdrževanje nepremičnin (ALFI, d. o. o., brez datuma).

Kljub vsemu navedenemu naložba v alternativni investicijski sklad predstavlja določeno tveganje, zato lahko v sklad ALFI RE vlagajo le profesionalni vlagatelji in tisti neprofesionalni vlagatelji, ki se zavedajo tveganosti in so pripravljeni podati zavezo najmanj v višini, ki je določena v vsakokrat veljavnih Pravilih upravljanja sklada ALFI RE. Nobenega zagotovila namreč ni, da bodo cilji sklada ALFI RE doseženi oz. da bo prišlo do povračila vloženega kapitala. Vlaganje v sklad ALFI RE tako pride v poštev le za vlagatelje, ki so pripravljeni in sposobni prevzeti tveganje izgube in stopnjo nelikvidnosti, ki je povezana z vrsto naložb, v katere vlaga sklad ALFI RE) (ALFI, d. o. o., brez datuma).

Ciljna velikost sklada je 100 mio. EUR, ustanovljen je za nedoločen čas, ciljni finančni vzvod je 50 % na ravni portfelja, sektorska usmerjenost 100 % poslovne nepremičnine, geografska usmerjenost je na Slovenijo in Hrvaško (ALFI, d. o. o., brez datuma).

Specialni investicijski sklad zasebnega dolga **ALFI PD (angl. Private debt)** je specialni investicijski sklad. Sklad je vložil že več kot 10 mio. EUR v 15 podjetij v Sloveniji, po prvi nadaljnji naložbi pa se je osredotočil tudi na hrvaška podjetja. Tam pričakujejo prve naložbe v prihodnjih mesecih. Sklad vlaga predvsem v mala in srednje velika podjetja prek zavarovanih posojil in podpira njihovo strategijo rasti. EIF podpira ALFI PD tudi pri privabljanju domačih in mednarodnih vlagateljev zasebnega kapitala (ALFI, d. o. o., brez datuma).

Sklad ALFI PD je glede na kompleksnost oziroma značilnosti naložb, v katere nalaga svoja sredstva, opredeljen kot sklad zasebnega dolga. Strategija Sklada je usmerjena v financiranje

razvoja mikro, majhnih in srednje velikih podjetij in majhnih podjetij s srednjo tržno kapitalizacijo.

Sklad investira predvsem v Republiki Sloveniji in Republiki Hrvaški, lahko pa tudi v drugi državi članici Evropske unije. Namen financiranja:

- financiranje rasti in razvoja podjetja,
- obratni kapital in investicijsko financiranje (CAPEX),
- financiranje prevzemov in konsolidacij lastništva,
- premostitveno financiranje,
- projektno financiranje (infrastrukturni projekti).

Ta sklad ponuja najrazličnejše oblike posojil: zavarovana posojila, nezavarovana posojila kot tudi »mezzanine« posojila. Oblika in pogoji posojila so prilagojeni vsakemu financiranju posebej.

Višina posojila je od 0,25 mio. EUR dalje, gre zakratkoročna in dolgoročna posojila s časovno omejenostjo do 7 let. Obdobje odplačila in moratorij ter amortizacijski načrt odplačila (vključujoč morebitni moratorij) oblikujemo tako, da ustreza finančnim zmožnostim podjetja / projekta. Obrestne mere in pripadajoči stroški so fiksnost ali variabilna obrestna mera. Pripadajoči stroški praviloma vključujejo stroške odobritve (ALFI, d. o. o., brez datuma).

Sklad ALFI Renewable Energy Fund je specialni investicijski sklad, ki vlaga v vetrne in sončne elektrarne za proizvodnjo električne energije iz naravnih in obnovljivih virov, predvsem v fazi gradnje ali pozni fazi razvoja. Primarni naložbeni poudarek je na Sloveniji, Hrvaški in Srbiji, čeprav lahko občasno investira tudi v druge države jugovzhodne Evrope, ko se bodo pojavile priložnosti. Sklad podpira splošne cilje trajnostnega razvoja, upošteva potencialne negativne vplive naložbenih odločitev na trajnostne dejavnike (ALFI, d. o. o., brez datuma).

5.3 Generali investments – alternativni investicijski skladi

Bolj znana na trgu kolektivnih naložb z obsežno linijo vzajemnih skladov je družba za upravljanje Generali Investments (prej KD Skladi), ki upravlja tudi dva specialna investicijska sklada. Družba Generali Investments je prek svojih družb v Ljubljani, Zagrebu in Skopju prisotna v celotni regiji jugovzhodne Evrope.

AIS Generali Adriatic Value Fund (prej KD Adriatic Value Fund) je postala del Skupine Generali februarja 2019. Cilj sklada je doseganje dohodkov in kapitalske rasti z naložbami v poslovne nepremičnine. Nalaga v portfelj pisarniških, trgovskih in industrijskih nepremičnin, skladišč, logističnih centrov ter hotelov na območju Republike Slovenije, Republike Hrvaške in Republike Srbije. Naložbena strategija sklada je identificirati nepremičnine z ustrezno

notranjo vrednostjo, s potencialom rasti in stabilnimi prihodki ter vanje vlagati na daljši rok (Generali investments, brez datuma a).

Ciljna velikost sklada je 100 mio. EUR, ciljni donos neto 10 % in letne dividende 3 %. Sklad je omejen na dvoletno obdobje investiranja in dodatno petletno obdobje, ciljna višina je 55 % na ravni portfelja, največ 60 %. Sektorska usmerjenost je več kot 50 % poslovne nepremičnine, geografska usmerjenost je za Slovenijo manj kot 100 %, za Hrvaško manj kot 50 %, za Srbijo manj kot 30 %. Sredstva, ki jih je upravljalavec sklada vložil, znašajo 13 mio. EUR (Generali investments, brez datuma a).

Specialni investicijski sklad Generali Growth Equity Fund investira v majhno in srednje veliko podjetje s potencialom za rast. Cilj sklada je prispevati k rasti v razvoju poslovanja podjetij in nuditi podporo poslovanju pri doseganju dolgoročnih ciljev. Geografska usmerjenost: Slovenija, Hrvaška, Madžarska, Romunija, Bolgarija (Generali investments, brez datuma b).

Ciljna podjetja so (Generali investments, brez datuma b):

- podjetja, katerih cilj so perspektivna mala in srednje velika podjetja ali majhne do srednje velike družbe z velikim potencialom za rast in širitev;
- podjetja, ki se nahajajo v procesu preoblikovanja lastništva;
- podjetja, ki imajo močne tekmovalne prednosti, ki jih ohranjajo na trgu;
- podjetja, ki imajo že razvite in uveljavljene komercialne izdelke, a potrebujejo dodaten kapital za nadaljnjo rast.

Generali Growth Equity Fund nenehno išče nove naložbene priložnosti. Pred kratkim je namensko podjetje Generali GEF Zob kupilo zasebno kliniko Zobozdravstvo Diamant.

Koncept skladov zasebnega kapitala je, da podjetje kupijo, ga nadgradijo z dodatnimi naložbami, prevzemi in širitvami, ter nato v petih do sedmih letih prodajo. V mnogih primerih najdejo kupca, ki želi vstopiti v panogo, ali tujega kupca, ki želi vstopiti na trg (Tomažič, 2022).

SKLEP

Slovenski kapitalski trg se pozicionira po svetu kot mejni trg (Frontier Market), po razvitosti med evropskimi državami zaseda zadnja mesta. Zato je razvoj trga kapitala Slovenije danes postala prednostna naloga vlade in ministrstva za finance, kar je navedeno tudi v Strategiji kapitalskega trga 2023–2027. Hkrati naj bi v ospredje stopilo financiranje malega in srednjega gospodarstva iz lastnih virov in z zmanjševanjem deleža bančnega kreditiranja. Dobro poslovanje številnih lokalnih podjetij, impresiven obseg prihrankov gospodinjstev v vlogah (26

mrd. EUR), kapitala, ki se ne plemeniti, so predpostavke za nujen razvoj trga finančnih instrumentov in njihovih institucij.

Alternativni investicijski skladi, najhitreje rastoči segment na slovenskem trgu kapitala, ki so namenjeni institucionalnim investitorjem, velikim in malim vlagateljem, kopičijo prosta denarna sredstva in jih usmerjajo v financiranje lokalnih podjetij v fazi rasti, pomagajo reševanju finančnih težav nekaterih izmed njih, spodbujajo razvoj investicijske aktivnosti v nepremičninske projekte. V njih je glede na stanje ob koncu leta 2022 naloženih več kot 500 mio. EUR. V Sloveniji so med alternativnimi oblikami sprejemljivi skladi zasebnega kapitala, nepremičninski skladi in v manjši meri skladi zasebnih posojil.

ZOAIS iz leta 2022 ta sektor še bolj izenačuje z evropskimi standardi in jih približuje k Uniji kapitalskih trgov, to institucijo dviguje na novo raven, tako da ustvarja nov pravni okvir za sklade v obliki alternativnega vzajemnega sklada kot nepravne osebe, hkrati pa tudi v oblikah komanditne družbe in nepremičninske investicijske družbe kot pravnih oseb.

Po novem je lahko tudi malim vlagateljem na voljo alternativni sklad v obliki nepremičninske investicijske družbe, ki lahko kotira na borzi. Ob zadostni ambicioznosti bi lahko alternativni skladi v obliki nepremičninske investicijske družbe kotirali tudi na borzi in prinašali za male vlagatelje višje donose kot pri depozitih in vzajemnih skladih.

Domači delniški trg še naprej velja za enega najmanj zadolženih v regiji ter glede na poslovne obete in glede na primerljiva podjetja po sektorjih v tujini tudi za enega najcenejših delniških trgov, ki hkrati izplačuje najvišje dividende. Vlaganje v dividendne delnice nepremičninskih investicijskih družb kot vrsto AIS je zato še posebej privlačno za vlagatelje, ki iščejo stabilne dolgoročne naložbe z visokim dividendnim donosom.

Glede na podatke za konec leta 2022 Agencija za trg vrednostnih papirjev nadzira 5 upravljavcev alternativnih investicijskih skladov s sedežem v RS, skupaj na slovenskem trgu pa jih svoje produkte ponuja približno 40, poslovanje katerih ATVP ne nadzoruje. To veliko število upravljavcev AIS, ki jih ATVP ne nadzoruje, kaže na njihovo nezadostno pravno varnost in nizko stopnjo zanesljivosti, ki v tem segmentu niso sposobni oblikovati zdravega konkurenčnega prostora.

Čeprav so investicijski vzajemni skladi z obsežnimi naložbami okrog 4 mrd. EUR, bolj likvidni finančni instrumenti in zato za male vlagatelje bolj ustrezni, vlagajo denarna sredstva prebivalstva večinoma v tuje vrednostne papirje, le 10 % v slovensko kotacijo. S tem preusmerjajo večino slovenskega kapitala v tujino. Alternativni skladi pa delujejo ravno nasprotno: 90 % zbranega denarja vrnejo lokalnemu gospodarstvu, srednjim in malim podjetjem.

Pregledana praksa alternativnega financiranja v Sloveniji iz projektov skladov v upravljanju ALFI in Generali investments kaže, da se sredstva skladov zasebnega in tveganega kapitala vlagajo izključno v lokalna podjetja, ki so v težavah ali potrebujejo dodatno financiranje, torej investicije zasledujejo dolgoročne cilje. Kot dopolnitev kapitalu pokrivajo širok nabor naložbenih razredov (angl. mezzanin).

ALFI in Generali investments skladi so se pojavili delno iz 100-milijonske naložbene platforme SEGIP iz Evropske banke s ciljem lastniškega financiranja slovenskih podjetij v fazi rasti. Ti alternativni skladi sedaj predstavljajo lokalni kapitalski trg za slovenska podjetja, ki so zelo uspešna tako pri nalaganju kot tudi pri privabljanju zasebnih vlagateljev.

Po ugotovitvah SID banke inovativna aktivnost in konkurenčnost slovenskega gospodarstva upada. Hkrati pa ogromno denarja gospodinjev leži v bančnih vlogah, namesto da bi ustvarjalo dodano vrednost za podjetja in krepilo konkurenčnost na mednarodnih trgih. Banke po definicije ne zagotavljajo financiranja za »venture kapital«, zagonska podjetja. Če v državi ni institucij, ki bi te projekte financirale, to pomeni, da razvoja na tem področju ni. Delujoč sektor alternativnega financiranja prek skladov lahko dodatno okrepi zagonska podjetja.

V sedanjem obdobju geopolitične negotovosti, striktno monetarne politike, nihanja borznih indeksov, spodbudah malih vlagateljev, da po kratkem času dvignejo svoja sredstva iz vzajemnih skladov, naložbe v te finančne instrumente postanejo kratkoročne in ne služijo razvoju kapitalskega trga na dolgoročni način. Zato so alternativni investicijski skladi primernejši za razvoj dolgoročnih projektov in kapitalskega trga, ki temelji na dolgoročnem financiranju.

Po podatkih iz leta 2021 sredstva slovenskih alternativnih skladov predstavljajo le desetino vzajemnih skladov, hkrati pa skladi evropskih alternativnih skladov predstavljajo polovico vrednosti vzajemnih skladov na ravni EU. To kaže na čisto začetno stanje tega segmenta v Sloveniji in možnosti potencialne rasti. Kljub temu da je EU z obsežnim financiranjem zagotovila dober začetek za razvoj tega segmenta v Sloveniji in ustanovila sklade zasebnega in tveganega kapitala za investiranje v lokalna podjetja, še vedno primanjkuje iniciativ s strani lokalnih institucionalnih, premožnih vlagateljev pa tudi malih investitorjev. Zagotovo lahko usmerjena evropska sredstva spodbudijo investicijsko aktivnost, vplivajo na razvoj gospodarstva in ustvarijo zdrav konkurenčni prostor v tem sektorju med upravljavci skladov, vendar bi morala biti AIS kot finančna institucija samostojna, da ne bi bila odvisna od evropskih programov. Pomanjkanje institucionalnih vlagateljev v AIS pa je posledica nerazvitosti pokojninskih skladov, potrebe po pokojninski reformi, o kateri se v javnosti zdaj veliko razpravlja.

Veliko interesa za ustanavljanje novih alternativnih skladov ni, ker je ta trg omejen in ne dosega zadostnih ekonomij obsega, poleg tega pa ta panoga ni deležna davčnih spodbud. Zagotovo pa je to finančni segment, ki raste, predstavlja alternativo bančnim virom in navsezadnje je

zakonodaja s tega področja zaveza, ki jo je morala Slovenija izpolniti, če želi črpati nepovratna sredstva iz Načrta za okrevanje in odpornost.

Dobra praksa investicijskih družb, ki danes upravljajo sklade zasebnega kapitala in nepremičninske sklade, lahko spodbudi potencialne upravljavce, da vstopijo na ta trg, povečajo zaupanje malih vlagateljev, da zberejo še več kapitala v alternativnih skladih, ustvarijo konkurenčni prostor in ekonomijo obsega v tej panogi.

Sektor AIS bi tako lahko odigral ključno vlogo pri razvoju kapitalskih trgov v Sloveniji. AIS vlagateljem zagotavljajo dostop do širšega nabora naložbenih priložnosti, pomagajo pri spodbujanju tržne učinkovitosti, diverzificirajo naložbene portfelje, zagotavljajo alternativne vire financiranja za MSP in izboljšajo korporativno upravljanje.

Pri svojem magistrskem delu sem prišla do zaključka, da se mlada industrija alternativnih investicijskih skladov v Sloveniji postopoma krepi in lahko s pomočjo različnih evropskih programov in resnega financiranja hitro doseže novo raven. S podporo Evropske unije, Vlade RS in Ministrstva za finance RS se zdijo cilji, zastavljeni v Strategiji razvoja kapitalskega trga Slovenije, uresničljivi.

Za njegov nadaljnji razvoj je potreben zdrav ekosistem celovitega kapitalskega trga: visoka kapitalizacija finančnih instrumentov, njihov večji nabor in obseg, zadostna likvidnost borz, pokojninska reforma in seveda interes podjetnikov, institucionalnih in malih vlagateljev za sodelovanje na trgu kapitala.

Prihodnost industrije alternativnih investicijskih skladov v Sloveniji vidim v ustvarjanju transparentnosti njihovega delovanja, davčne preglednosti, pravne varnosti in ozaveščanju javnosti ter prebivalstva o tej alternativni naložbi, hkrati pa v poenostavitvi regulative tega segmenta.

LITERATURA IN VIRI

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2022a, 22. junij). *Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2021*. <https://www.a-tvp.si/podatkovno-ogledalo/porocila-o-stanju-na-trgu-financnih-instrumentov>
2. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2022b, 22. junij). *Letno poročilo 2021*. <https://www.a-tvp.si/letna-porocila/letna-porocila-atvp>
3. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2022c, 25. avgust). *Krepitev segmenta AIS na slovenskem kapitalskem trgu* (interno gradivo). <https://www.a-tvp.si/novica/krepitev-segmenta-ais-na-slovenskem-kapitalskem-trgu>

4. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2023, februar). *Mesečni pregled gibanj na trgu finančnih instrumentov. Februar 2023.* https://www.a-tvp.si/storage/app/media/Bilteni/MesecniBilten_februar%202023.pdf
5. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (brez datuma a). *O agenciji. Predstavitev.* <https://www.a-tvp.si/predstavitev-agencije/predstavitev->
6. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (brez datuma b). *Naložbe v investicijske in pokojninske sklade.* https://www.a-tvp.si/storage/app/media/Skladi/Investiranje%20v%20sklade_zlo%C5%BEenka.pdf
7. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (brez datuma c). *Investicijski in vzajemni pokojninski skladi* (interno gradivo). <https://www.a-tvp.si/nadzorovani-subjekti-/investicijski-in-vzajemni-pokojninski-skladi>
8. ALFI, d. o. o. (brez datuma). *O ALFI* (interno gradivo). <https://www.alfi.si/>
9. Banka Slovenije. (2023, 17. februar). *Mesečna informacija o poslovanju bank.* <https://www.bsi.si/publikacije/mesecna-informacija-o-poslovanju-bank>
10. Banka Slovenije. (brez datuma). *Obrestne mere Evropske centralne banke.* <https://www.bsi.si/statistika/obrestne-mere/obrestne-mere-evropske-centralne-banke>
11. Cajzek, Ž. (2018, 17. julij). Razvoj alternativnih virov financiranja. *Delo.* <https://www.delo.si/dpc-podjetniske-zvezde/kd-skladi/razvoj-alternativnih-virov-financiranja/>
12. Council of Europe. (brez datuma). *Structural Reform Support Programme (SRSP). Economic Crime and Cooperation Division (ECCD).* <https://www.coe.int/en/web/corruption/programme/srsp>
13. Derčar, M. in Jereb, U. (2023, 9. januar). »Brez finančne krize bi Slovenijo zdaj obvladovalo deset milijarderjev« (Podkast Srce bije za posel. Gost 15. epizode M. Filipič). RTVSLO. <https://www.rtvsllo.si/gospodarstvo/brez-financne-krize-bi-slovenijo-zdaj-obvladovalo-deset-milijarderjev/653747>
14. Euribor rates. EU. (2023). Euribor interest rates 2023. <https://www.euribor-rates.eu/en/euribor-rates-by-year/2023/>
15. European Commission. (2022, 20. oktober). *Capital Markets Union: Political agreement on the review of the European long-term investment funds (ELTIF) regulation.* https://finance.ec.europa.eu/news/capital-markets-union-political-agreement-review-european-long-term-investment-funds-eltif-2022-10-20_en
16. European Commission. (brez datuma). *What are investment funds? European Commission Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union.* https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/investment-funds_en#:~:text=Alternative%20investment%20funds%20are%20funds,other%20types%20of%20institutional%20funds
17. European Fund and Asset Management Association – EFAMA. (2022). *Trends in European investment funds. Factbook 2022* (20. izd.). <https://www.efama.org/data-research/research/fact-book>

18. European Securities and Market Authority – ESMA. (2022, 3. februar) *EU Alternative Investment Funds 2022. ESMA Annual Statistical Report*. <https://www.esma.europa.eu/document/eu-alternative-investment-funds-2022-statistical-report>
19. Evropska centralna banka. (2022, 12. januar). *Ekonomski bilten, številka 8/2022*. <https://www.bsi.si/publikacije/publikacije-ecbeu/ekonomski-bilten>
20. Evropska Unija. (brez datuma). *Načrt za okrevanje in odpornost. Evropski strukturni in investicijski skladi* (interno gradivo). <https://www.eu-skladi.si/sl/po-2020/nacrt-za-okrevanje-in-krepitev-odpornosti>
21. Eurostat. (2023, 23. februar). *Euroindicators. Januar 2023. Eurostat - European statistics*. [https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/16056046/2-23022023-AP-EN.pdf/4a097379-8598-01ff-12d8-75d72570ca85#:~:text=European%20Union%20annual%20inflation%20was,and%20Malta%20\(both%206.8%25\)](https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/16056046/2-23022023-AP-EN.pdf/4a097379-8598-01ff-12d8-75d72570ca85#:~:text=European%20Union%20annual%20inflation%20was,and%20Malta%20(both%206.8%25))
22. Fatur Menard, odvetniška družba. (2022, 1. avgust). *Zakon o oblikah alternativnih investicijskih skladov ZOAIŠ. Dokument za informativne namene*. <https://fatur-menard.com/zakon-o-oblikah-alternativnih-investicijskih-skladov-zoais/>
23. Generali investments. (brez datuma a). *Generali Adriatic Value fund* (interno gradivo). <https://aif.general-investments.si/>
24. Generali investments. (brez datuma b). *Generali Growth Equity Fund* (interno gradivo). <https://ggef.general-investments.si/>
25. Generali investments. (brez datuma c). *Davčni režim*. https://www.general-investments.si/ow_document_reader.php?documentID=4032&filename=Dav%C4%8Dni+re%C5%BEim+2022+Final.pdf&fundCode=
26. Gole, N. (2020a). Po prevzemu Baby centra in Pikapolonice združitve in širitev v tujino. *Delo*. <https://www.delo.si/gospodarstvo/novice/po-prevzemu-baby-centra-in-pikapolonice-zdruzitev-in-siritev-v-tujino/>
27. Gole, N. (2020b). Alfi prevzema zasebni zdravstveni center. *Delo*. <https://www.delo.si/gospodarstvo/novice/alfi-prevzema-zasebni-zdravstveni-center/>
28. Gole, N. (2021a). Tuš prodal nepremičnine in se razdolžil. *Delo*. <https://www.delo.si/gospodarstvo/novice/tus-prodal-nepremicnine-in-se-razdolzil/>
29. Gole, N. (2021b). Sklad Alfi PD je s podporo EU zbral 41 milijonov evrov. *Delo*. <https://www.delo.si/gospodarstvo/novice/sklad-alfi-pd-je-s-podporo-eu-zbral-41-milijonov-evrov/>
30. Grgič, M. (2023, 2. marec). Državna podjetja bi privatizirali prek sklada na borzi. *Delo*. <https://www.delo.si/gospodarstvo/novice/drzavna-podjetja-bi-privatizirali-prek-sklada-na-borzi/>
31. Invest Europe. (2022, 20. oktober). *Invest Europe applauds ELTIF agreement*. <https://www.investeurope.eu/news-opinion/newsroom/invest-europe-applauds-eltif-agreement/>

32. Jenko, M. (2022, 12. april). Dobre izkušnje malih vlagateljev krepijo zanimanje za kapitalski trg. *Delo*. <https://www.delo.si/dpc-kapitalski-trgi/dobre-izkusnje-malih-vlagateljev-krepijo-zanimanje-za-kapitalski-trg/>
33. Kristan Fazarinc, M. (2022, 26. april). Velik potencial, a potrebna pravilna strategija. *Delo*. <https://www.delo.si/dpc-kapitalski-trgi/velik-potencial-a-potrebna-pravilna-strategija/>
34. Kozole, L. (2023, 12. februar). Pozitivni sentiment na domačem trgu se nadaljuje. *Delo*. <https://www.delo.si/gospodarstvo/novice/pozitivni-sentiment-na-domacem-trgu-se-nadaljuje/>
35. Košir, K. (2019, 8. november). Skladi zasebnega kapitala – igra velikih. *Svet Kapitala. Delo*. <https://svetkapitala.delo.si/ikonomija/skladi-zasebnega-kapitala-igra-velikih/>
36. Ljubljanska borza. (2022, 7. april). *Letno poročilo 2021*. <https://ljse.si/si/letna-porocila/762>
37. Lipnik, K. (2022, 19. april). *Za zdravo gospodarstvo nujni razpršeni viri financiranja. Delo*. <https://www.delo.si/dpc-kapitalski-trgi/za-zdravo-gospodarstvo-nujni-razprseni-viri-financiranja/>
38. Lipnik, K. in Fazarinc, K. (2019, 13. junij). Tudi z alternativnim financiranjem podjetja do polnega potenciala. *Delo*. <https://www.delo.si/dpc-podjetniske-zvezde/delove-podjetniske-zvezde/tudi-z-alternativnim-financiranjem-podjetja-do-polnega-potenciala/>
39. Lončarski, I., Zadavec, C., Ipavec, A. in Bračič, B. (2021). RTVSLO. »Kam z milijardami?« Pokojninski skladi so lahko dober način, da prebivalci oplemenitijo svoje prihranke. <https://prvi.rtvsllo.si/podcast/studio-ob-1700/87/174787043>
40. Mramor, D. (2000). *Trg kapitala v Sloveniji* (prikazi-analize-mnenja). Ljubljana: Gospodarski vestnik.
41. Mrak, M. in drugi. [@agencijazatrgvrednostnihpa3651] (2023). Kapitalski trgi: osnovne značilnosti in trendi. *Dnevi slovenskega kapitalskega trga 2023* [YouTube]. <https://www.youtube.com/watch?v=PgtfJTln7-o>
42. Ministrstvo za finance. (2023). *Strategija razvoja trga kapitala v Sloveniji za obdobje 2023–2030*. [https://gradiva.vlada.si/mandat22/VLADNAGRADIVA.NSF/18a6b9887c33a0bdc12570e50034eb54/06e52f9836066bb0c125895f00344e1e/\\$FILE/Strategija.docx](https://gradiva.vlada.si/mandat22/VLADNAGRADIVA.NSF/18a6b9887c33a0bdc12570e50034eb54/06e52f9836066bb0c125895f00344e1e/$FILE/Strategija.docx)
43. Ministrstvo za finance. (2022, 28. junij). *Predlog Zakona o oblikah alternativnih investicijskih skladov. Številka: IPP 007-163/2021/*. [https://gradiva.vlada.si/mandat22/VLADNAGRADIVA.NSF/18a6b9887c33a0bdc12570e50034eb54/20f3262630c501b1c1258871002e9855/\\$FILE/VG1.pdf](https://gradiva.vlada.si/mandat22/VLADNAGRADIVA.NSF/18a6b9887c33a0bdc12570e50034eb54/20f3262630c501b1c1258871002e9855/$FILE/VG1.pdf)
44. PwC EU Services EESV & BTA Consulting Limited. (brez datuma). *Projekt o krepitvi in razvoju slovenskega kapitalskega trga* (povzetek končnega poročila). https://www.a-tvp.si/storage/app/media/novice/Razvoj_kapitalskega_trga_SI_porocilo.pdf
45. Prevodnik, T. (2019). Upravljalci alternativnih investicijskih skladov in alternativni investicijski skladi v Republiki Sloveniji ter z njimi povezani vpisi v sodni register. Vrhovno Sodišče. Republika Slovenija. *Pravosodni bilten*, št. 3/2019, str. 115.
46. Raztočnik, M. (2022, 11. april). Inflacija in vpliv na naložbene odločitve. *Superos Fund Management*. <https://superos-fm.eu/inflacija-in-vpliv-na-nalozbene-odlocitve/>

47. SID banka, d. d. (brez datuma). *Mala in srednja podjetja. SEGIP in SEGIP Top up*. <https://www.sid.si/mala-srednja-podjetja/segip-segip-top>
48. Sklep o načinu poročanja skrbnika alternativnega investicijskega sklada. *Uradni list RS*, št. 100/15.
49. Sklep o upravljavcu specialnega investicijskega sklada in specialnem investicijskem skladu, katerega naložbena strategija je usmerjena v financiranje razvoja mikro, majhnih in srednjih gospodarskih družb. *Uradni list RS*, št. 11/16 in 101/22.
50. Sklep o pravilih poslovanja in poročanju administratorja alternativnih investicijskih skladov. *Uradni list RS*, št. 11/16 in 101/22.
51. Sklep o vrednotenju sredstev alternativnega investicijskega sklada, ki nima pravne osebnosti ter izračunu čiste vrednosti sredstev in vrednosti enote premoženja alternativnega investicijskega sklada. *Uradni list RS*, št. 11/16.
52. Služba vlade Republike Slovenije za razvoj in Evropsko kohezijsko politiko. (2021, junij). *Načrt za okrevanje in odpornost*. Ljubljana: Služba vlade Republike Slovenije za razvoj in Evropsko kohezijsko politiko. https://www.gov.si/assets/organi-v-sestavi/URSOO/01_si-rrp_23-7-2021.pdf
53. Tomažič, J. (1.4.2022). Generali GEF prevzel zasebno zobozdravstveno kliniko. *Delo*. <https://www.delo.si/gospodarstvo/novice/generali-gef-prevzel-zasebno-zobozdravstveno-kliniko/>
54. Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj. (2022, 3. maj). *Poročilo o razvoju 2022*. https://www.umar.gov.si/publikacije/porocilo-o-razvoju/?no_cache=1
55. Urad za makroekonomske analize in razvoj. Republika Slovenija. (2023, 17. januar). *Ekonomsko ogledalo 1/2023*. https://www.umar.gov.si/publikacije/ekonomsko-ogledalo/publikacija/news/ekonomsko-ogledalo-12023/?tx_news_pi1%5Bcontroller%5D=News&tx_news_pi1%5Baction%5D=detail&cHash=6cb2bb86c0d69f32114a77f5a0a27887
56. Uredba EU št. 345/2013 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 17.4.2013 o evropskih skladih tveganega kapitala.
57. Uredba EU št. 346/2013 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 17.4.2013 o evropskih skladih za socialno podjetništvo.
58. Uredba EU 2015/760 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 29.4.2015 o evropskih dolgoročnih investicijskih skladih.
59. Uredba EU 2019/2088 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 27.11.2019 o razkritjih, povezanih s trajnostnostjo, v sektorju finančnih storitev – neuradno konsolidirano besedilo z dne 12.7.2020.
60. Vlagatelj ATVP. (brez datuma). *Investicijski skladi*. <https://vlagatelj.atvp.si/financni-produkti/investicijski-skladi>
61. Zakon o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov (ZUAIS). *Uradni list RS*, št. 32/15, 77/18, 161/21 in 101/22 – ZOAIS.
62. Zakon o oblikah alternativnih investicijskih skladov (ZOAIS). *Uradni list RS*, št. 101/22.

63. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-3). *Uradni list RS*, št. 31/15, 81/15, 77/16, 77/18, 161/21 in 101/22 – ZOAIS.
64. Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI-1). *Uradni list RS*, št. 77/18, 17/19 – popr., 66/19 in 123/21.
65. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-2). *Uradni list RS*, št. 117/06, 56/08, 76/08, 5/09, 96/09, 110/09, 43/10, 59/11, 24/12, 30/12, 94/12, 81/13, 50/14, 23/15, 82/15, 68/16, 69/17, 79/18, 66/19, 172/21 in 105/22.
66. Zakon o dohodnini (ZDoh-2). *Uradni list RS*, št. 13/11 – uradno prečiščeno besedilo, 9/12, 24/12, 30/12, 40/12, 75/12, 94/12, 52/13, 96/13, 29/14, 50/14, 23/15, 55/15, 63/16, 69/17, 21/19, 28/19, 66/19, 39/22, 132/22 in 158/22.
67. Zorman, G. in Mercina, J. (2016, 22. november). Davčne ovire pri ustanavljanju alternativnih investicijskih skladov. *Pravna praksa*, 35(1271/1272), 49–50.