

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

VREDNOTENJE POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB

Ljubljana, september 2002

VIDA ANGEL

## **I Z J A V A**

Študent/ka \_\_\_\_\_ izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom

\_\_\_\_\_, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_.

Podpis:

\_\_\_\_\_

## KAZALO

<b>UVOD</b> .....	3
<b>1 UMEŠTITEV ZAPRTIH INVESTICIJSKIH SKLADOV V FINANČNI SISTEM</b> .....	4
1.1 FINANČNI SISTEM .....	4
1.2 INVESTICIJSKI SKLADI .....	5
<b>2 ZGODOVINA POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB</b> .....	9
2.1 RAZVOJ ZAKONODAJE .....	9
2.2 PRIVATIZACIJA .....	9
2.2 ZBIRANJE SREDSTEV V PIDE .....	12
2.3 PRIVATIZACIJSKA LUKNJA .....	13
2.4 UGOTOVITEV IN ODPRAVA PRIVATIZACIJSKE LUKNJE .....	14
<b>3 TRENUTNO STANJE POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB</b> .....	16
3.1 PREOBLIKOVANJE .....	16
3.2 DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE IN PROVIZIJA .....	18
3.3 ZAKONSKE OMEJITVE SKLADOV .....	19
3.4 NADZOR .....	20
3.5 JAVNO MNENJE .....	21
3.6 INDEKS POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB (PIX).....	22
<b>4 VREDNOTENJE SLOVENSКИH POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB</b> .....	23
4.1 NETO VREDNOST SREDSTEV .....	25
4.2 METODA VREDNOTENJA .....	25
<b>5 ZLATA MONETA 1</b> .....	27
5.1 PREOBLIKOVANJE ZLATE MONETE 1 .....	28
5.2 PODATKI O DELNIČARJIH.....	29
5.3 GIBANJE TEČAJA ZLATE MONETE 1 .....	30
5.4 PROMET .....	32
5.5 HITRA OCENA SMOTRNOSTI NAKUPA DELNIC ZLATE MONETE 1.....	33
<b>6 FINANČNA ANALIZA</b> .....	33
6.1 TRŽNE NALOŽBE .....	33
6.2 NETRŽNE NALOŽBE.....	34
6.3 DENAR, DEPOZITI, OBVEZNICE IN TERJATVE .....	38
6.4 CILJNA CENA.....	38
<b>SKLEP</b> .....	38
<b>LITERATURA</b> .....	42
<b>VIRI</b> .....	43

## UVOD

Pooblaščne investicijske družbe, ki so predmet pričujoče diplomske naloge, so letos znova postale aktualna tema. Razlog je bližanje njihovega preoblikovanja v normalne finančne institucije in s tem povezano »mrzlično« spreminjanje zakonodaje.

Za investitorje pa so postale zanimive iz drugega razloga. Vrednost njihovih delnic namreč že od začetka leta vztrajno narašča, pa vendar je še vedno precej pod knjigovodsko vrednostjo sredstev na delnico. Tako v teoriji kot tudi v praksi velja, da na oblikovanje katerekoli tržne cene vplivajo številni relevantni dejavniki, ki ceno bodisi držijo na dnu bodisi jo dvigujejo. Dejstvo, da so bile cene PID-ovskih delnic tako dolgo podcenjene, in da sedaj rastejo, je posledica mnogih vplivov, ki jih trg sistematično vgrajuje v cene.

Moj namen je predstaviti dejavnike, ki vplivajo na PID-e in posledično na cene njihovih delnic, ter nato podrobneje analizirati konkreten PID na osnovi dostopnih podatkov. Ugotovila bom, ali so njegove delnice na trgu podcenjene ali precenjene glede na tržno vrednost sredstev, ki jih drži v aktivih.

Naloga je vsebinsko razdeljena na dva večja sklopa. V prvi sklop sem uvrstila tri poglavja, ki se nanašajo na PID-e na splošno. Drugi sklop, prav tako sestavljen iz treh poglavij, pa je namenjen analizi PID-a Zlata Moneta 1.

V prvem poglavju predstavljam finančni sistem in vanj umeščam pooblaščne investicijske sklade, ki jih podrobno obravnavam v naslednjih dveh poglavjih. Tako drugo poglavje prikazuje zgodovino PID-ov: njihov pravni in vsebinski razvoj ter privatizacijsko luknjo, ki je na srečo tudi že stvar preteklosti. Tretje poglavje pa prikaže sedanje delovanje PID-ov, ki ga usmerjajo preoblikovanje, družbe za upravljanje, zakonske omejitve in nadzor ter končno tudi javno mnenje. V tem poglavju predstavim še indeks PIX, merilo gibanja tečajev PID-ovskih delnic, in nanizam razloge za njegovo rast v letošnjem letu.

Naslednje poglavje predstavi metodi vrednotenja pooblaščenih investicijskih družb: uradno metodo in metodo, ki sem jo uporabila za ocenjevanje vrednosti Zlate Monete 1 v zadnjem poglavju. V petem poglavju predstavim PID Zlata Moneta 1 in analiziram nekatere dejavnike, ki vplivajo na gibanje tržne cene njegovih delnic, ter podam hitro oceno smiselnosti nakupa delnice. Končno v šestem poglavju preidem na podrobno finančno analizo, ki jo zaokrožim z ugotovitvijo ciljne cene in smiselnosti nakupa delnic Zlate Monete 1.

# 1 UMESTITEV ZAPRTIH INVESTICIJSKIH SKLADOV V FINANČNI SISTEM

## 1.1 FINANČNI SISTEM

Finančne sisteme razvitih držav tržnega gospodarstva sestavljajo številne finančne institucije, finančni instrumenti in finančni trgi. Ti omogočajo prenos prihrankov od gospodarskih subjektov, pri katerih finančni prihranki nastajajo, na gospodarske subjekte, ki za financiranje svojih potreb potrebujejo dodatna finančna sredstva. Prenos finančnih prihrankov od končnih varčevalcev na končne investitorje poteka na dva načina, in sicer neposredno in posredno (Prohaska, 1999, str. 6):

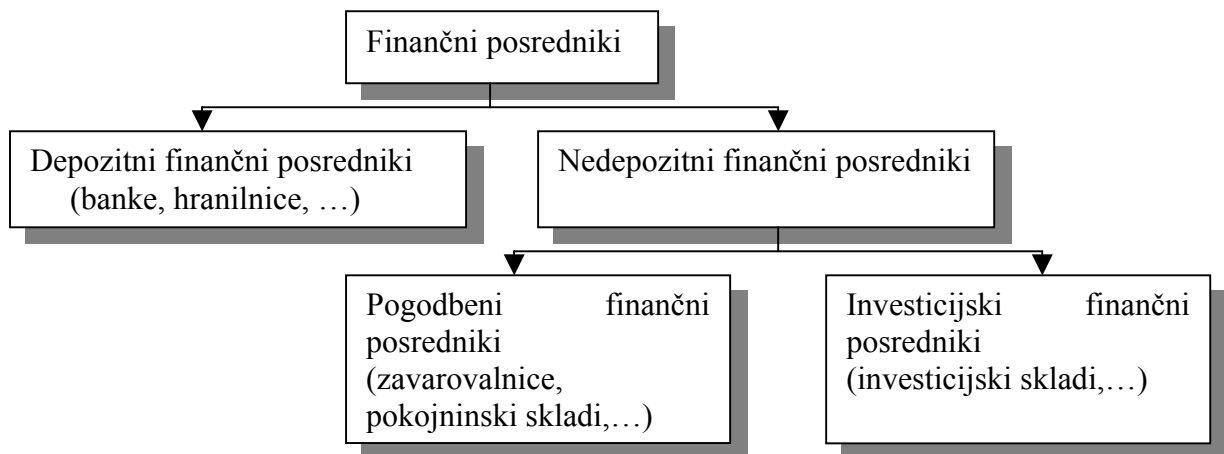
- Pri *neposrednem* prenosu finančnih prihrankov končni varčevalci prenašajo finančne presežke na končne investitorje neposredno. Tako nastane neposredno finančno razmerje med obema subjektoma. Pri vzpostavitvi tega razmerja med subjektoma lahko pomagajo agentske finančne institucije, med katere uvrščamo tako imenovane brokerje ali dilerje, ki so specializirani za tveganje z vrednostnimi papirji, in investicijske banke, ki pomagajo podjetjem pri emisiji vrednostnih papirjev. Agentske finančne institucije se ne vrivajo med končne varčevalce in končne investitorje, ampak jim samo pomagajo, da se »najdejo«. Prihranki ne gredo prek njihovih bilanc, ampak neposredno od varčevalca k investitorju.
- Pri *posrednem* prenosu finančnih prihrankov končni varčevalci prenašajo finančne presežke na končne investitorje posredno s pomočjo finančnih institucij. Te v skladu z njihovo vlogo imenujemo *finančni posredniki*. Posledica je vzpostavitev posrednega finančnega razmerja oz. finančnega toka med končnim varčevalcem in končnim investitorjem.

Finančni posredniki se torej vrivajo med končne varčevalce in končne kreditojemalce. Pri tem posredovanju preoblikujejo aktivo. Aktiva, ki jo dajejo svojim upnikom, se razlikuje od aktive, ki jo kupujejo sami. Finančne posrednike lahko razdelimo v naslednji skupini (glej Sliko 1, str. 3):

- Depozitne finančne posrednike, v katerih varčevalci hranijo svoje prihranke v obliki vlog oz. depozitov. Tako zbrana finančna sredstva depozitni finančni posredniki najpogosteje prenašajo na deficitne gospodarske celice z odobravanjem dogoročnih ali kratkoročnih posojil (depozitov) in delno z nakupom njihovih vrednostnih papirjev. Med depozitne finančne posrednike štejemo poslovne banke, hranilnice, kreditne zadrage in druge finančne institucije, ki varčevalcem ponujajo možnost razpolaganja s prihranki v obliki vlog.

- Nedepozitne finančne posrednike, ki se imenujejo tudi investicijske finančne institucije oz. institucionalni investitorji. Usmerjeni so v nakup dolgoročnih vrednostnih papirjev podjetij in države. Delijo se na dve podskupini:
  - *pogodbene finančne institucije*, ki z varčevalci sklenejo posebna pogodbeno razmerja in na njihovi osnovi zbirajo prihranke varčevalcev. Opravljanje finančnega posredništva je le sekundarna naloga teh institucij, ki nastane kot posledica primarne naloge, izpolnjevanja pogodbenih obveznosti. Sem štejemo pokojninske sklade in zavarovalniške družbe;
  - *investicijski skladi* prihranke, ki jih zberejo na osnovi izdanih delnic, obveznic ali točk, nalagajo v vrednostne papirje podjetij. Za razliko od pogodbenih finančnih institucij so čisti finančni posredniki, saj varčevalcem omogočajo predvsem zmanjšanje tveganja in jim nudijo strokovno upravljanje njihovih prihrankov.

Slika 1: Prikaz delitve finančnih posrednikov



Vir: Ribnikar, 1996, str. 138.

## 1.2 INVESTICIJSKI SKLADI

### 1.2.1 Opredelitev investicijskih skladov

Investicijski skladi so se pojavili zaradi ugotovitve, da so naložbe prihrankov v vrednostne papirje lahko bolj donosne od depozitov na banki, vendar pa so navadno povezane z večjim tveganjem. Investicijski skladi so pravzaprav premoženje, ki so ga združili posamezniki in ga izročili v upravljanje upravitelju. Ta ima nad premoženjem vse lastninske in upraviteljske pravice, vendar pa ga mora upravljati izključno v korist lastnikov premoženja investicijskega sklada.

Investicijski skladi zbirajo denarna sredstva s prodajo lastniških deležev investitorjem, tako zbrana sredstva pa investirajo v različne vrste naložb (finančne in realne, kratkoročne in dolgoročne), ki tvorijo portfelj investicijskega sklada. Portfelj investicijskega sklada po navadi upravlja menedžment v posebni finančni instituciji (Ribnikar, 1990, str. 137), nikakor pa pravic upravljanja sklada nima njegov delničar oz. lastnik vrednostnega papirja sklada.

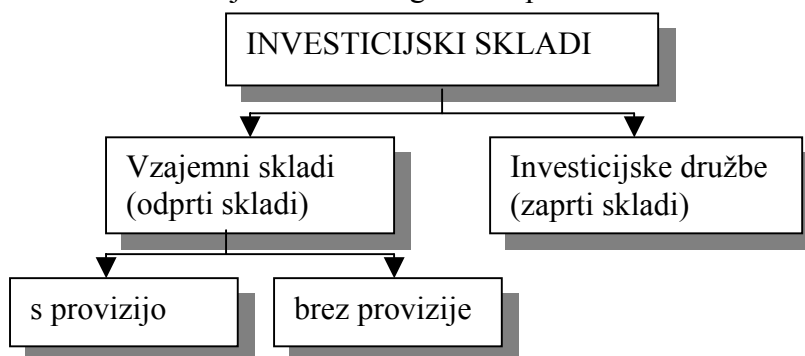
Sklade lahko ustanovijo različni subjekti (npr. banke, zavarovalnice, investicijska podjetja, posamezniki), ki sklade lahko upravljajo sami ali pa to prepustijo drugi finančni instituciji. Sklad je ločen od lastnega premoženja finančne institucije, ki sklad ustanavlja ali vodi, odnos med njima pa ureja pravna ureditev v posamezni državi.

Prednost investiranja v investicijske sklade je predvsem v možnosti, da mali investitor za svoj denar dobi delnico oz. kupon investicijskega sklada. S tem kuponom je v sorazmernem deležu udeležen v vseh naložbah sklada. Tako z nakupom enega samega vrednostnega papirja doseže večjo razpršenost naložb in s tem manjše tveganje. Posamezniku za naložbo njegovih prihrankov v investicijski sklad ni potrebno nobeno znanje o investiranju v vrednostne papirje in njihovem upravljanju, saj mu strokovno upravljanje portfelja vrednostnih papirjev zagotavlja sklad (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 17). Poleg naštetih prednosti investicijskih skladov se omenja tudi visoko likvidnost sredstev, nizke stroške poslovanja, široko paleto storitev, zakonsko regulacijo in vsakodnevni nadzor državnega regulatorja (Fredman, Wiles, 1993, str. 231).

Vendar pa skladi za razliko od depozitnih finančnih institucij ne prinašajo zagotovljenih donosov. Njihova donosnost je odvisna predvsem od investicijskih odločitev upravitelja sklada in od razmer na trgu.

Investicijske sklade delimo glede na postavke na pasivni strani njihove bilance stanja na *odprte investicijske sklade* (s provizijo ali brez provizije) in *zaprte investicijske sklade* (glej Sliko 2). Najpomembnejša razlika med njima je v likvidnosti oziroma v možnosti unovčitve deležev.

Slika 2: Delitev investicijskih skladov glede na pasivno stran bilance stanja



Vir: Mramor, 2000, str. 89.

### ***1.2.2 Odprti investicijski skladi***

Odprti investicijski sklad po navadi ni delniška družba. Oblikuje ga družba za upravljanje, ki ga upravlja v svojem imenu in za račun imetnikov investicijskih kuponov, za kar skladu zaračunava upravljavsko provizijo v višini 0,5–2 % povprečne letne čiste vrednosti sredstev.

Premoženje odprtega investicijskega sklada je razdeljeno na enake enote, točke oziroma investicijske kupone sklada. Vrednost enote premoženja se izračunava tako, da se skupna čista vrednost sklada deli s številom izdanih kuponov sklada v obtoku. Kupone se prodaja in kupuje po tej ceni, ki je enotna za nakup in prodajo kuponov in se jo izračunava na koncu vsakega poslovnega dne. Vrednost sklada se dnevno objavlja v časopisju.

Fizična ali pravna oseba za vložek, ki ga vplača v sklad, dobi temu vložku ustrezno število investicijskih kuponov. Tako postane lastnik sorazmernega dela premoženja vzajemnega sklada. Imetnik kuponov vzajemnega sklada lahko kadarkoli zahteva, da mu investicijski sklad odkupi njegove investicijske kupone po čisti vrednosti sredstev sklada na investicijski kupon. To pomeni, da se vrednost sredstev oz. število kuponov sklada nenehno spreminja.

Velikost kapitala in število izdanih investicijskih kuponov odprtega investicijskega sklada torej nista določena ob njegovem nastanku. Vrednost kapitala se nenehno spreminja z izdajanjem novih in odkupovanjem obstoječih investicijskih kuponov. Vrednost premoženja je tako odvisna od povpraševanja po investicijskih kuponih sklada, zato mora upravitelj poskrbeti, da vlagatelje obdrži. Denarna nagrada, ki jo za svoje delo dobi upravitelj, je namreč odvisna od velikosti sklada. Tako lahko rečemo, da kljub temu da lastniki investicijskih kuponov dejansko nimajo pravice upravljanja sklada, na nek način upravljajo sklad »s svojimi nogami«, saj lahko v sklad pridejo ali iz njega odidejo kadarkoli. Hkrati pa sklad na podoben način kontrolira podjetja, katerih vrednostne papirje ima, saj ob pričakovanem padcu tečajev delnic sredstva naloži drugam.

Naložbe, ki jih imajo odprti investicijski skladi v svojem portfelju, morajo biti večinoma tržne – z njimi se trguje na organiziranem trgu kapitala. To pa zato, ker mora biti sklad sposoben v vsakem trenutku izplačati investitorje, ki želijo iz njega izstopiti. Z velikim deležem tržnih naložb se sklad zaščiti pred nelikvidnostjo oziroma prodajanjem naložb pod njihovo vrednostjo. Poleg tega je tečaj za tržne naložbe znan vsak trenutek, kar je pogoj za dnevno določanje vrednosti sredstev in s tem cene kupona (Ribnikar, 1990, str. 138).

Ločimo dve glavni vrsti odprtih investicijskih skladov: sklade s provizijo, ki ob nakupu in prodaji vrednostnih papirjev sklada zaračunavajo provizijo, in sklade brez provizije, ki vstopne oz. prodajne provizije ne zaračunavajo.



### ***1.2.3 Zaprti investicijski skladi***

Zaprti investicijski skladi so za razliko od odprtih večinoma delniške družbe. Delničar sklada ne more zahtevati od sklada, da mu delnico odkupi, ampak jo lahko proda na sekundarnem trgu kapitala prek borznih posrednikov. To pa v primerjavi z odprtim investicijskim skladom pomeni manjšo likvidnost. Namreč delničar, ki želi iz sklada izstopiti, mora najprej najti investitorja, ki je pripravljen za njegove delnice plačati zahtevano ceno.

Zaprte sklade imenujemo tudi investicijski skladi s fiksnim obsegom kapitala. Kot že ime pove, imajo fiksen obseg kapitala pa tudi število delnic, določi pa se ju ob ustanovitvi. V tem so podobni delniškim družbam. Z izdanimi delnicami zaprtih investicijskih skladov se trguje na sekundarnem trgu kapitala, pri čemer posredujejo borzni posredniki, ki za posredovanje zaračunavajo 0.5–3 % provizijo. To pomeni, da so vsi zaprti skladi skladi s provizijo. Tekoče cene delnic zaprtih investicijskih skladov se oblikujejo na borzah in prek okenc, kjer te delnice kotirajo.

Ceno torej določata ponudba in povpraševanje na trgu, kar pomeni, da se praviloma ne bo ujemala s čisto vrednostjo sredstev sklada na delnico, ampak bo nižja (diskontna cena – pogosteje) ali višja (premijska cena – redkeje), kar je v največji meri odvisno od gibanja tečajev vrednostnih papirjev. Čista vrednost sredstev sklada na delnico je vrednost vseh sredstev sklada, zmanjšana za znesek vseh obveznosti in rezervacij in preračunana na posamezno delnico.

Vrednost premoženja zaprtega investicijskega sklada se spreminja s spremembami tečajev vrednostnih papirjev, ki jih drži v aktivih. Izjemoma se lahko poveča z občasnim izdajanjem novih delnic oziroma zmanjša z znižanjem nominalnega zneska delnic. Nove delnice niso nujno izdane v višini čiste vrednosti sredstev, ampak na ravni tržne vrednosti.

Pritisk na upravljalca zaprtega sklada je bistveno manjši kot na upravitelja odprtega sklada, saj delničarjev ne more izgubiti. Ob slabem poslovanju se samo zniža cena delnice na trgu. Hkrati se upravitelju ni treba ukvarjati s stalnimi nakupi in prodajami vrednostnih papirjev glede na primankljaj oz. presežek sredstev, kar mu pušča več časa za temeljite analize vrednostnih papirjev in terminov, ugodnih za nakup ali prodajo. To prinese boljše investicijske rezultate.

## **2 ZGODOVINA POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB**

### **2.1 RAZVOJ ZAKONODAJE**

Prvi investicijski skladi so se v Sloveniji pojavili s prehodom v tržno gospodarstvo, bolj pa so se uveljavili šele z začetkom privatizacije, podobno kot v drugih državah osrednje in vzhodne Evrope. Prvič so bili uzakonjeni kot subjekti privatizacije z *Zakonom o lastninskem preoblikovanju podjetij* novembra 1992 (Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij – ZLPP, 1992). Januarja 1994 pa je pričel veljati *Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje* (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU, 1994), ki je postavil pravni okvir za vzajemni sklad (odprti investicijski sklad), investicijsko družbo (zaprti investicijski sklad) in, ker se investicijski skladi ne smejo upravljati sami, za družbo za upravljanje: uredil je pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje ter način njihovega poslovanja.

ZLPP je utemeljil tudi vlogo posebnih oblik investicijskega sklada, t. i. pooblaščenih investicijskih družb. Opredelil jih je kot institucije, ki bodo prek funkcije lastnika (predviden minimalni 20 % delež) v lastninsko preoblikovanih podjetjih odigrale ključno vlogo v procesu lastninjenja družbenega premoženja. Z ZISDU pa sta leta 1994 pooblaščen investicijska družba in pooblaščen družba za upravljanje kot njen upravitelj dobili tudi pravno podlago.

Temeljno poslanstvo pooblaščenih investicijskih družb je bilo omogočiti državljanom Republike Slovenije, ki niso imeli možnosti vlaganja prejetih lastninskih certifikatov neposredno v podjetja, da jih lahko vseeno izkoristijo z vlaganjem v pooblaščen investicijske družbe.

Za boljše razumevanje načina nastanka in vloge investicijskih skladov v Sloveniji pa najprej pogledjmo njihovo zgodovino, ki je tesno povezana s procesom privatizacije družbenega kapitala v Sloveniji.

### **2.2 PRIVATIZACIJA**

Za razliko od ostalih bivših komunističnih držav slovenska vlada ni posedovala kapitala v slovenskih podjetjih. Kapital vseh podjetij je pripadal vsem, zato se mu je reklo *družbeni kapital*. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij je predpisoval postopek lastninskega preoblikovanja in privatizacije za večino družbenega kapitala v Sloveniji (ZLPP, 1992). Cilj zakona je bil preoblikovanje družbene lastnine v zasebno in državno lastnino, torej olastninjenje podjetij, ter razvoj učinkovitega trga kapitala in delovne sile.

Vrednost družbenega kapitala 1597 izbranih podjetij, namenjenih privatizaciji, je vlada na dan 1. 1. 1993 ocenila na 564,5 milijard SIT. Ocena, imenovana nominalna vrednost, je bila

izračunana na podlagi knjižnih vrednosti podjetij na dan 31. 12. 1992, ter na podlagi njihovih sposobnosti za ustvarjanje prihodnjih dobičkov.

Istočasno je vlada izdala privatizacijske certifikate v skupni vrednosti, ki je bila enaka ocenjeni vrednosti družbenega kapitala, to je 564,5 milijard SIT. Vsak posameznik, ki je bil državljani Republike Slovenije na dan 5. 12. 1992, je prejel certifikate v vrednosti od 100.000 do 400.000 SIT, odvisno od njegove starosti. Certifikati so bili definirani kot legalno plačilno sredstvo za ponujen bivši družbeni kapital. Njihovi lastniki so jih lahko menjali za delnice podjetij po vrednosti, ki so jo te delnice imele na dan 1. 1. 1993, ne glede na datum unovčitve certifikata. Sami certifikati so bili strogo neprenosni, trgovanje z njimi ni bilo dovoljeno.

Nekatera večja podjetja, ki so izpadla iz prvega kroga privatizacije, so bila banke, zavarovalnice, kmečke zadruge, zadolžena podjetja in podjetja posebnega družbenega pomena, kot so javna podjetja, železnice itn. Po vladnih ocenah je bila vrednost izključenih podjetij približno enaka vrednosti 1597 podjetij iz prvega kroga privatizacije.

Osnovna shema za razdelitev družbenega kapitala državljanom Republike Slovenije je bila naslednja (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 43):

- 40 % družbenega kapitala se prenese institucionalnim lastnikom, od tega:
  - 20 % Skladu za razvoj z namenom nadaljne razdelitve pooblaščenim investicijskim družbam;
  - 10 % Odškodninskemu skladu (SOD) za pokrivanje finančnih potreb v denacionalizacijskih postopkih;
  - 10 % Kapitalskemu skladu (KAD) pokojninskega in invalidskega zavarovanja.
- 20 % družbenega kapitala je bilo namenjenega interni razdelitvi delnic v zameno za lastniške certifikate, ki jih je izdala Republika Slovenija vsem svojim državljanom.
- 40 % družbenega kapitala je bilo namenjenega privatizaciji z metodami, ki jih določa zakon, oziroma z njihovo kombinacijo: notranjim odkupom delnic, prodajo delnic podjetja ter posebno metodo prodaje vseh sredstev podjetja.

Podjetja so imela proste roke pri izbiri kombinacije možnih metod lastninskega preoblikovanja ob upoštevanju vseh zakonskih določb. Ko je podjetje izbralo program lastninskega preoblikovanja, je morala soglasje zanj izdati Agencija za privatizacijo, s čimer se je vršil nadzor nad preoblikovanjem podjetij.

Zakon je določil sedem metod lastniškega preoblikovanja podjetij (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 44–46):

- prenos navadnih delnic na sklade
- interna razdelitev delnic
- notranji odkup delnic

- prodaja delnic podjetja (javni razpis z zbiranjem ponudb, javna prodaja delnic, javna dražba)
- prodaja vseh sredstev podjetja
- preoblikovanje podjetja z večanjem lastniškega kapitala
- prenos delnic na Sklad RS za razvoj

Od teh metod so certifikate – državljani svoje in PID-i tiste, ki so jih zbrali od državljanov – lahko investirali prek štirih različnih metod nakupa kapitala:

- interna razdelitev in notranji odkup,
- prodaja delnic podjetja,
- prenos na sklad Republike Slovenije za razvoj (PID-i),
- zbiranje sredstev v PID-e.

### ***2.1.1 Interna razdelitev in notranji odkup***

Interna razdelitev je bila organizirana zato, da je zaposlenim v podjetju omogočila zameno certifikatov za kapital svojega delodajalca. Zaposleni, bivši zaposleni, upokojeni in zaposleni v družbah, kjer je bilo podjetje večinski lastnik, so se obravnavali kot zaposleni v podjetju. Interna razdelitev za certifikate je bila omejena na maksimum 20 % družbenega kapitala podjetja, če se je podjetje odločilo zanjo.

Pri notranjem odkupu pa so zaposleni lahko ponudili denar za (maksimalno) 40 % kapitala podjetja. Od tega se je moralo vsaj 20 % kapitala vplačati s certifikati, torej po metodi interne razdelitve, višek pa je bilo možno vplačati na različne načine (denarna vplačila, obveznice, certifikati, zadolžnice za neizplačane osebne dohodke). Ta metoda je bila primernejša za manjša in srednje velika podjetja.

### ***2.1.2 Prodaja delnic podjetja***

Med javno ponudbo, ki je trajala 3 mesece, so lahko vsi državljani zamenjali svoje certifikate za kapital podjetij, ki so to metodo izbrala, po ocenjeni nominalni vrednosti na dan 1. 1. 1993 (diskont ali premija v višini največ 30 % nominalne vrednosti sta bila možna, glede na pre- ali podcenjenost ponudbe). Največ 40 % kapitala posameznega podjetja se je privatiziralo prek javne ponudbe.

### ***2.1.3 Prenos na Sklad Republike Slovenije za razvoj***

Na Sklad za razvoj je podjetje preneslo 20 % delnic, ki jih je na Sklad moralo prenesti že po zakonu, poleg tega pa še vse delnice, ki so mu po izbranih metodah ostale. Sredstva so se iz

Sklada ponudila pooblaščenim investicijskim družbam. Te so s certifikati, pridobljenimi od državljanov Republike Slovenije, od Sklada odkupovale delnice podjetij, ki so se lastninsko preoblikovala.

## 2.2 ZBIRANJE SREDSTEV V PIDE

Kot zadnjo možnost so državljani lahko svoje certifikate vložili v pooblaščne investicijske družbe, ki naj bi kreirale razpršen portfelj slovenskih podjetij. S tem niso kupili delnic nekega določenega podjetja, ampak posredno delnice več podjetij, katerih delnice je v svojem portfelju imela pooblaščna investicijska družba (PID). V zameno za certifikate so državljani dobili delnice PID-a. PID-i so zbrali 58 % vseh izdanih certifikatov, v njih je do 30. 6. 1997 svoje lastninske certifikate v celoti ali deloma vložilo 1.351.474 delničarjev, kar je 67,5 % vseh imetnikov lastniških certifikatov (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 137). Le 32 % vseh izdanih certifikatov so državljani investirali neposredno v podjetja prek notranjih razdelitev ali javnih ponudb (glej Sliko 3. str. 11).

Da se je večji del certifikatov porabil za nakup delnic pooblaščenih investicijskih skladov ni čudno, če upoštevamo dejstvo, da so bile možnosti za nakup delnic podjetij omejene. Možnost nakupov nekaterih delnic podjetij je bila namreč vezana na zaposlitev v podjetju, po drugi strani pa je bila možnost porabe certifikatov v javnih prodajah podjetij omejena, saj teh delnic enostavno ni bilo v potrebnem obsegu. Nekateri investitorji pa so se za naložbo v PID-e odločili zaradi pomanjkljivega znanja.

Le manjši del investitorjev v pooblaščne investicijske sklade se je za tako naložbo odločil na osnovi teorije, po kateri je naložba v investicijski sklad manj tvegana, ali zaradi intenzivnih marketinških aktivnosti skladov. Marketinške aktivnosti skladov niso toliko prepričale lastnikov certifikatov, da so se odločili za naložbo v PID-e. Bolj so vplivale na odločitev ljudi, ki so svoje certifikate že nameravali vložiti v PID-e, v kateri PID so svoj certifikat vložili.

Del sredstev je bil v PID-e vplačan tudi v denarju, in sicer:

- ob ustanovitvi sklada so morale družbe za upravljanje v denarju vplačati 1500 delnic po nominalni vrednosti 1000 SIT;
- državljani so del vplačil opravili z denarjem, predvsem zaradi zaokroževanja za nakup celotne vrednosti delnic; nakup delnic bi se lahko vršil tudi v denarju, vendar se državljani za to možnost niso odločali.

Za pooblaščne investicijske družbe je bilo rezerviranega 20 % kapitala vsakega podjetja. Samo v primeru, da se prek notranjih razdelitev ali javnih ponudb ni razdelilo celotnega deleža kapitala posameznega podjetja, rezerviranega za te metode, je PID-om ostalo več kot 20 % kapitala. Ker so državljani v večini donosnih podjetjih vpisali celoten razpoložljiv delež, je za PID-e ostalo le 20 % kapitala teh podjetij, v neperspektivnih podjetjih pa je PID-om ostalo tudi do 80 % kapitala. Situacija pa je bila za PID-e še slabša. Državljanje so na javnih

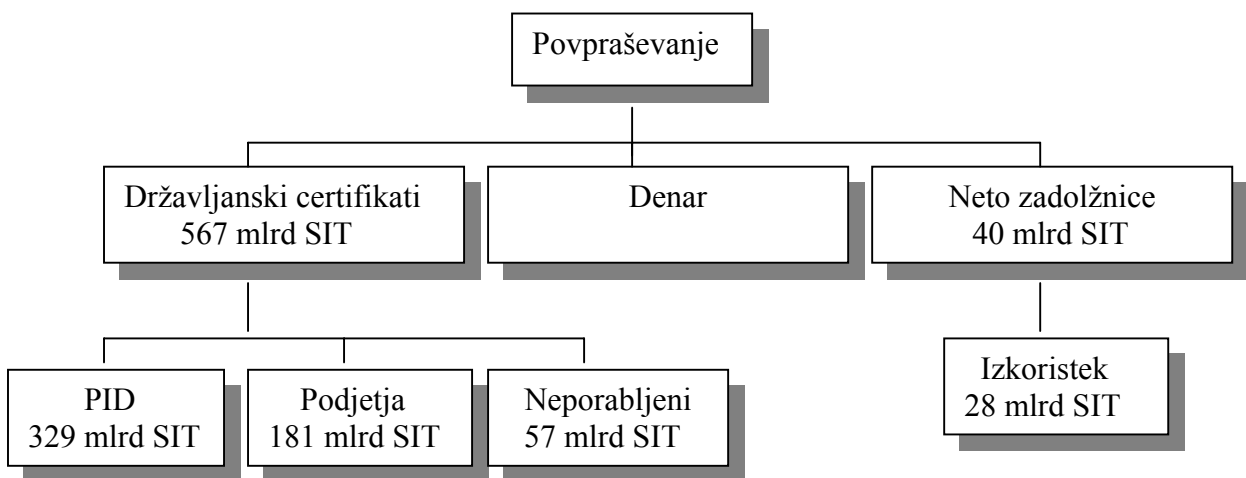
ponudbah dobrih podjetij plačevali maksimalno premijo 30 % nominalne vrednosti kapitala, PID - i pa so v »bitkah« za kapital plačevali do 200 % premijo.

Neporabljeni certifikati so pretekli na koncu junija 1997. Po tem datumu je bil vsak certifikat, ki je bil v lasti državljanov, brez vrednosti. Takih je bilo kar 11 % certifikatov (glej Sliko 3). Po drugi strani pa so bili certifikati v lasti PID-ov veljavni, dokler jih niso februarja letos dokončno porabili.

### 2.3 PRIVATIZACIJSKA LUKNJA

Privatizacijska luknja predstavlja presežek povpraševanja – izdanih lastniških certifikatov – nad ponudbo – obsegom družbenega kapitala, ki se je lastnil. Njene posledice so se v celoti odrazile ravno na pooblaščenih investicijskih družbah, saj so te svoje delnice prodajale za certifikate ne glede na to, da pokritja zanje na strani sredstev ni bilo. PID-i so v svoji aktivni nabrali več certifikatov, kot so jih lahko porabili. Za presežek jim Sklad za razvoj ni mogel ponuditi v odkup družbenega premoženja, ker je bilo že v celoti privatizirano. Premoženja za tiste, ki so svoj certifikat vložili v PID-e, je zmanjkalo, nastala je privatizacijska luknja.

Slika 3: Obseg povpraševanja v procesu privatizacije po vrsti denarnih sredstev



Vir: Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 49.

Do privatizacijske luknje so pripeljali naslednji dejavniki (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 164):

- Izdaja večjega obsega certifikatov, kot je bilo prvotno predvideno, zaradi pritiskov za večanje obsega certifikatov izdanih posameznemu državljanu.
- Dodatno dana možnost, da se za del družbenega kapitala kot plačilno sredstvo uporabijo zadolžnice (glej Sliko 3) – potrdila za neizplačan del osebnih dohodkov za obdobje do 1. 1. 1993 – ob dejstvu, da višina teh terjatev v trenutku sprejema te možnosti ni bila točno znana.
- Netočno določeno število podjetij in višina kapitala:

- Po prvi oceni naj bi se lastnino preko 2000 podjetij, kar se je znižalo na dejanskih 1597 podjetij. Prihajalo je namreč do dvojnega računanja obsega družbenega kapitala, npr. holdinga in njegovih hčera. Poleg tega so zaradi dolgotrajnega procesa privatizacije šla nekatera podjetja v stečaj preden so se lastninsko preoblikovala.
- Edina znana vrednost podjetij ob sprejemanju zakona je bila knjigovodska vrednost na dan 31. 12. 1992. Vrednost, ki je bila osnova za lastninsko preoblikovanje, pa so podjetja lahko popravila, in je bila manjša od knjigovodske vrednosti.
- Dodatno znižanje ponudbe družbenega kapitala so prinesli dani popusti za nakup delnic v notranjem odkupu (do 50 %).
- Izločitev sredstev po zakonu o denacionalizaciji iz družbenega premoženja.
- Izločitev deležev države na podlagi Zakona o gospodarskih javnih službah iz družbenega premoženja.

Kljub navedenim dejavnikom pa do privatizacijske vrzeli ne bi prišlo v takem obsegu, če:

- ne bi bil dosežen dogovor med DZU-ji o enotnem nastopanju na dražbah Sklada za razvoj. V tem primeru bi se delnice podjetij prodajale po bistveno višjih cenah od tistih, ki so bile prvotno ponujene za odkup. Na dražbah, ki so potekale pred omenjenim dogovorom, so namreč PID-i plačevali do 200 % premije;
- DZU ne bi odklonile nakupa posameznih delnic po cenah, ki so bile nerealno visoko postavljene.

Mnenje nekaterih je, da se je pojav problemov, ki so pripeljali do primanjkljaja, lahko predvidel že ob odločanju o načinu privatizacije. Odgovorni pa so to namenoma ali iz malomarnosti spregledali. Zato zgoraj navedeni dejavniki ne morejo biti opravičilo za nastanek privatizacijske luknje. Ključni razlog primanjkljaja je torej že sistemski: v temelju zgrešen način odprave družbene lastnine podjetij (Ribnikar, 1996a, str. 2).

## **2.4 UGOTOVITEV IN ODPRAVA PRIVATIZACIJSKE LUKNJE**

Primanjkljaj je predstavljal problem, ki je začel hromiti in zavlačevati proces privatizacije. Potrebno ga je bilo razrešiti, saj bi v nasprotnem primeru pomenil manjšo uspešnost sredstev naloženih v sklade v primerjavi z alternativnimi naložbami.

Prvo obsežnejšo analizo poteka privatizacije je Agencija za privatizacijo izvedla v začetku leta 1996. Analiza je bila javnosti predstavljena 11. 3. 1996, na njeni osnovi pa je bila privatizacijska luknja ocenjena na 86,7 milijarde SIT izraženo v vrednosti na dan 1. 1. 1993.

Natančno vrednost ponudbe in povpraševanja in s tem privatizacijske luknje pa je bilo možno oceniti šele po koncu procesa privatizacije družbene lastnine, ko je bila z *Zakonom o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe* (ZZLPPO, 1998) aprila 1998 iz bilanc podjetij odpravljena družbena lastnina.

Vendar s tem zakonom nista bila zaključena dva postopka:

- Sklad za razvoj pooblaščenim investicijskim družbam še ni prodal vseh deležev podjetij, ki so jih podjetja prenesla nanj.
- Vrednost certifikatov, ki so jih zbrali PID-i, je daleč presejala vrednost ponujenega premoženja po ZLPP. Država se je z ZZLPPO zavezala, da bo za ta razkorak opredelila nadomestno državno premoženje, ki ga bo objavila v roku treh mesecev po uveljavitvi zakona in zagotovila v roku devetih mesecev, to je do 31. 1. 1999. Ta rok se je na seji 9. 2. 1999 podaljšal za 6 mesecev. To je le eden izmed primerov, ki kažejo na odlašanje in neizpolnjevanje obljub vlade, ki je prekoračila vse zakonsko predpisane roke in s tem pokazala na nezainteresiranost za čimprejšnjo rešitev problema (Podberšček, 2002, str. 23).

Oktober 1998 je bil v Uradnem listu v skladu s 55. členom ZZLPPO objavljen *Sklep o ugotovitvi vrednosti premoženja, ki se preda PID-om za lastniške certifikate*. S tem je bil dokončno ugotovljen privatizacijski primanjkljaj. Določili so ga na naslednji način: PID-i so zbrali lastniške certifikate v vrednosti 327,2 milijarde SIT in od tega zamenjali za premoženje 169,8 milijarde SIT. Preostale 157,4 milijarde SIT se zmanjšajo za 8,5 milijard SIT – to je vrednost podjetij, ki so bila namenjena za razdelitev PID-om, pa so šla prej v stečaj – in za 29 milijard SIT – vrednost premoženja na Slovenski razvojni družbi, namenjenega PID-om. Ostanje 119,9 milijarde SIT, za katere je bilo PID-om potrebno zagotoviti premoženje (*Sklep o ugotovitvi vrednosti premoženja, ki se preda PID-om za lastniške certifikate*, 1998).

V Sloveniji je bil konec junija 1999 sprejet nov pokojninski zakon, *Zakon o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju PID-ov* (ZPSPID, 1999), ki naj bi deloma izboljšal pokojninski sistem, deloma pa izboljšal problem privatizacijske vrzeli. Od 13. julija 1999 do 13. novembra 1999 so lahko delničarji tistih PID-ov, ki so imeli v bilancah še neporabljene certifikate, del svojih delnic PID-ov zamenjali za pokojninske bone, ki so postali del novega Prvega pokojninskega sklada. Državljeni so lahko svoje pokojninske bone preoblikovali v prostovoljne pokojninske police. Na ta način so neporabljeni certifikati prešli v Pokojninski sklad. Nekatera gradbena podjetja, kazinoji in ostala, še ne privatizirana državna podjetja, so šla v nov Pokojninski sklad.

Do 13. novembra 1999 so delničarji PID-ov v nov Pokojninski sklad prenesli le 5,02 % razpoložljivih delnic skladov.

Obseg certifikatov, ki se ga je iz privatizacijske vrzeli izločilo zaradi stečajnih postopkov, pomeni zmanjšanje državne obveznosti iz tega naslova. Prenos certifikatov na Prvi pokojninski sklad pa obveznosti države ni zmanjšal, le problem privatizacijske vrzeli se je iz PID-ov prenesel na pokojninske sklade.

S tem pa primanjkljaj še vedno ni bil pokrit. Rešitev je ležala v zapolnitvi z dodatnim premoženjem. Temu je profesor Ivan Ribnikar odkrito nasprotoval z argumentacijo, da je



celotno PID-om dano premoženje prešlo iz (nepravih) rok naivnežev v (prave) roke peščice. Če bi v PID-e vrgli še dodatno premoženje, bodo tudi s tem v končni fazi obogateli le izbranci, kar bo povzročilo še večjo narodnogospodarsko škodo (Ribnikar, 1996, str. 2).

Kljub očitni slabosti se je primanjkljaj odpravil na opisan način. Februarja 2000 je bil PID-om priskrbljen dodaten kapital za zapolnitev privatizacijske vrzeli: prvi sveženj premoženja jim je bil predan marca 2000, znašal pa je 68,6 milijarde SIT v vrednosti na dan 1. 1. 1993. Ker s tem ni zapolnila privatizacijske vrzeli, je vlada decembra 2001 poskusila zapolniti vrzel z drugim svežnjem premoženja, to je z delnicami podjetij v vrednosti 72,4 milijard SIT izraženo v vrednosti na dan 1. 1. 1993 (Podberšček, str. 24), ki so jih ponudili pooblaščenim investicijskim družbam s strani Slovenske razvojne družbe, pravnega naslednika Sklada RS za razvoj.

Zaradi številčnosti pogodb se je prenos premoženja na račun PID-ov končal šele februarja 2002. Čeprav naj bi ta dodaten kapital končno zapolnil privatizacijsko vrzel, pa je za PID Kompas sklad 4 premoženja enostavno zmanjkalo. Ta primanjkljaj premoženja naj bi bil posledica zmanjšanja stanja lastniških certifikatov zaradi stečajev. Poleg tega ostaja nerešena še ena težava. Dejanska vrednost nekaterih podjetij je namreč skoraj za polovico manjša od knjigovodske vrednosti, po kateri so jih kupovali PID-i, kar jim povzroča izgube (Grgič, 2002a, str. 1).

### **3 TRENUTNO STANJE POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB**

#### **3.1 PREOBLIKOVANJE**

Pooblaščen investicijska družba je posebna oblika investicijske družbe, prilagojena procesu preoblikovanja družbenega premoženja in prestrukturiranju gospodarskih subjektov. Že ob nastanku PID-ov je bilo predvideno, da se bo njihova vloga privatizacijskih posrednikov končala hkrati z zaključkom procesa lastninjenja in da je njihova organizacijska oblika zgolj prehodna.

V skladu z določili *Zakona o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju PID-ov* (ZPSPID, 1999) bi se morali v roku treh let, to je do 13. 6. 2002, preoblikovati in uskladiti z uredbami, ki veljajo za običajne investicijske družbe ali delniške družbe (javne finančne holdinge\* po novi zakonodaji).

Če družba za upravljanje svojih PID-ov ne preoblikuje v določenem roku, izgubi pravico upravljanja skladov in s tem pobiranja provizije. Če bi prišlo do tega, bi Agencija za trg

---

\* Holdingi se ukvarjajo z upravljanjem oziroma obvladovanjem podjetij, ne glede na to, v kakšnem obsegu prevzemajo poslovne funkcije. To je ključna značilnost, ki jih loči od investicijskih skladov. Poleg tega je razlika tudi v nagrajevanju za tako delo. Skladi lahko zahtevajo le upravljalško provizijo, kar pa jih ne motivira zadosti za resno upravljanje, holding pa je za upravljanje neprimerno bolje nagrajen (Jašovič, 1999, str. 30).

vrednostnih papirjev imenovala novo družbo za upravljanje, da preoblikuje omenjene PID-e v roku enega leta. V skrajnem primeru se začne postopek likvidacije družbe za upravljanje.

PID-i morajo po *Zakonu o spremembah in dopolnitvah ZISDU* (ZISDU – B, 1998) javno objaviti sestavo naložb najmanj 6 mesecev pred zasedanjem skupščine, ki odloča o preoblikovanju. Ker je 30 PID-ov na dan 13. 1. 2002 v svojem portfelju še imelo neizkoriščene certifikate, to za njih ni bilo mogoče. Prav tako je bilo vprašanje, ali bi ATVP sploh lahko ustrezno preverila vsa preoblikovanja in delitve, saj so postopki dolgotrajni, ATVP pa pesti pomanjkanje kadrov (Toplak, 2001, str. 2). Vlada RS je zato rok za preoblikovanje podaljšala, in sicer se morajo PID-i preoblikovati do 31. 12. 2003 (Grgič, 2002b, str. 11).

Po predlogu novega ZISDU se PID-i lahko poleg v investicijsko družbo ali javni finančni holding preoblikujejo tudi v vzajemni sklad. PID lahko z delitvijo v investicijsko družbo in javni finančni holding del premoženja odredi v vzajemni sklad. V vzajemne sklade bi se lahko pod določenimi pogoji spremenili tudi javni finančni holdingi in investicijske družbe, ki so že nastali iz PID-ov (Grgič, 2002b, str. 11).

Medtem ko za PID-e minimalni delež naložb v tržne papirje ni bil predpisan, morajo po veljavni zakonodaji investicijske družbe (zaprti skladi) v portfelju imeti vsaj 60 % tržnih papirjev, vzajemni skladi (odprti skladi) pa 75 % (ZISDU, 1994). Po predlogu novega ZISDU-ja pa morajo imeti investicijske družbe (zaprti skladi) v portfelju minimalno kar 80 % tržnih papirjev, vzajemni skladi (odprti skladi) pa 90 % (Grgič, 2002c, str. 15). Večina skladov ne more doseči teh določil, zato se bodo preoblikovali v redne delniške družbe oz. finančne holdinge.

Pričakuje se, da se bodo manjši PID-i preoblikovali v javne finančne holdinge, saj ne ustrezajo investicijskim zahtevam, ki veljajo za investicijske družbe in vzajemne sklade. Taki skladi ponavadi niso zanimivi za portfeljske investitorje. Pričakuje se, da se bo večina ostalih PID-ov, ki se ne bodo preoblikovali v javne finančne holdinge, preoblikovala v investicijske družbe zaradi strahu, da bi ljudje iz vzajemnega sklada želeli svoje kupone takoj unovčiti, kar bi skladu povzročilo likvidnostne težave. Teoretično bi bila namreč zahtevana vrednost za odkup kupona lahko večja, kot bi jo sklad lahko izpolnil.

Struktura naložb PID-ov torej ostaja temeljni problem preoblikovanja. Preoblikovanje v bolj omejeni obliki si bodo lahko privoščile le največje DZU. Bilo pa bi koristno, da bi se čim večje število PID-ov preoblikovalo v investicijske družbe oziroma vzajemne sklade, saj bi to pomenilo večjo ponudbo možnosti in bolj učinkovito delovanje slovenskega finančnega sistema (Lacić, 2002, str. 1), prav tako pa bi omogočalo večji nadzor.

### 3.2 DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE IN PROVIZIJA

Z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje je prepovedano, da bi pooblašcene investicijske družbe upravljale same sebe, zato morajo podpisati pogodbo s pooblaščeno družbo za upravljanje. Zakon tudi določa maksimalne dovoljene provizije, ki jih te pooblašcene družbe za upravljanje lahko zaračunavajo PID-om glede na njihovo trenutno prehodno obliko:

- Enkratno plačilo v vrednosti 5 % zbranih certifikatov, tj. vrednosti osnovnega kapitala družbe, plačljivo v delnicah PID-a. To je ustanovitvena provizija ob koncu procesa zbiranja certifikatov, namenjena pokrivanju stroškov ob ustanavljanju sklada.
- Letna upravljalna provizija, ki ne sme presegati 3 % povprečne letne čiste vrednosti sredstev PID-a, od česar je 1 % prvih pet let potrebno izplačevati v delnicah pooblašcene investicijske družbe.

Zakon določa, da pooblaščena DZU delnic, ki jih prejme v okviru letne provizije, ne sme prodati dokler upravlja PID ali dokler se te delnice ne uvrstijo v kotacijo na borzo. S tem naj bi se spodbudilo upravljalce k čim večji uspešnosti. Lastništvo pooblašcene družbe za upravljanje v pooblašceni investicijski družbi je tako naraščalo skozi prvih pet let in na koncu petletnega obdobja doseglo približno 10 % sklada.

82. člen ZISDU pooblašča *Agencijo za trg vrednostnih papirjev*, da v skladu z računovodskimi standardi predpiše metodologijo za izračun čiste vrednosti sredstev investicijskih družb kot osnovo za izračun provizije.

Po računovodskih standardih, izdelanih v skladu z direktivami EGS 85/611, naj bi neporabljeni certifikati predstavljali premoženje teh družb. Zato so jih družbe dolžne upoštevati v svoji bilanci stanja. Metodologija, ki jo je Agencija za trg vrednostnih papirjev v skladu s temi standardi predpisala, je bila objavljena Uradnem listu RS (Metodologija za izračun čiste vrednosti investicijskega sklada in vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada, 1995). Čista vrednost sredstev je pravzaprav enaka neto vrednosti sredstev družbe, torej sredstvom zmanjšanim za obveznosti in rezervacije. Vendar je bila pozneje ta metodologija popravljena, in sicer so se po novem od sredstev poleg rezervacij in obveznosti odštevali tudi neizkoriščeni lastninski certifikati, ki naj bi povzročali prenapihnenost osnove za obračun provizije (Sklep o spremembi metodologije za izračun čiste vrednosti sredstev investicijskega sklada in vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada, 1995).

Poleg tega naj bi bila čista vrednost sredstev napihnjena tudi zaradi visokega deleža netržnih vrednostnih papirjev v portfelju sklada – premoženje, ki so ga PID-i prejeli, je bilo pretežno netržno – ki jih PID-i vrednotijo po previsoki (knjigovodski) vrednosti (Zmagaj, 2001, str. 9). Tudi zato je osnova za obračunavanje provizij napihnjena, kar pomeni neupravičeno visoke provizije, ki jih morajo PID-i plačevati svojim DZU.

Večina pooblaščenih družb za upravljanje zaračunava PID-om najvišje možne provizije, določene z zakonom, ne glede na dobiček ali izgubo, ki ju ustvarja PID. Še več, večini pooblaščenih družb za upravljanje je bila letna 1 % provizija v delnicah PID-a izplačana že vnaprej, tako da trenutno zaračunavajo le še 2 % letno provizijo v denarju.

### 3.3 ZAKONSKE OMEJITVE SKLADOV

Družbe za upravljanje investicijskih družb in vzajemnih skladov so ustrezno zakonsko omejene pri upravljanju z naložbami. Omejitve v deležih, ki jih lahko imajo v posameznem izdajatelju, in razpršenost naložb zagotavljajo skladom znižanje izpostavljenosti tveganju, ki izhaja iz koncentracije naložb. Za PID-e omejitve niso tako stroge.

PID-i so kot privatizacijski posredniki v zameno za certifikate zbirali premoženje Sklada RS za razvoj oziroma pozneje Slovenske razvojne družbe kot njegovega pravnega naslednika. Ker so lahko zbirali le tisto, kar jim je bilo ponujeno, naložb niso mogli zadovoljivo razpršiti, prav tako so bili omejeni v obsegu tržnih naložb. To je tudi razlog za ohlapnejše predpise glede naložb PID-ov.

Pri naložbah za PID-e veljajo naslednje zakonske omejitve (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 64–67):

- Največ 10 % naložb v tuje vrednostne papirje, katere predhodno določi Agencija za trg vrednostnih papirjev.
- Največ 10 % premoženja PID-a smejo predstavljati vrednostni papirji istega ali z njim povezanega izdajatelja. Če jih je pridobil direktno od SRD (vladna agencija za privatizacijo), jih ne sme imeti več kot 20 %.
- Največ 70 % naložb v vrednostne papirje, ki jih izda ali za katere jamči Republika Slovenija in ki se sestojijo iz petih različnih izdaj, pri čemer posamezna izdaja ne sme presegti 35 % vseh naložb investicijskega sklada.
- Največ 20 % premoženja PID-a sme biti v nepremičninah, ki jih bo prodajal Sklad RS za razvoj.
- PID sme biti lastnik največ 20 % vrednostnih papirjev izdajateljev – pravnih oseb, ki so v poslovnem razmerju z osebami, ki so lastniki več kot 10 % delnic družbe za upravljanje.
- Prepovedane so naložbe v druge investicijske sklade, razen pod pogoji, ki jih predpiše Agencija za trg vrednostnih papirjev.
- Naložbe v naslednje pravne osebe so prepovedane:
  - ❖ Družbe za upravljanje;
  - ❖ Depozitarja, ki hrani vrednostne papirje investicijskega sklada;
  - ❖ Banko, pooblaščen za opravljanje vseh poslov v zvezi z denarnim poslovanjem investicijskega sklada;
  - ❖ Borzno posredniške družbe, ki za družbo za upravljanje opravljajo posle v zvezi s trgovanjem z vrednostnimi papirji investicijskih skladov;

- ❖ Pravne osebe, ki so posredno ali neposredno lastniki več kot 10 % delnic oziroma poslovnih deležev družbe za upravljanje, ki upravlja investicijski sklad
- Velikost osnovnega kapitala vseh PID-ov istega upravitelja sme doseči največ 10 % osnovnega kapitala vseh PID-ov v Sloveniji.

Temeljne značilnosti pooblaščne investicijske družbe pa so enake kot za navadne investicijske družbe, razen:

- Najnižji znesek osnovnega kapitala PID-a je 100 milijonov SIT.
- Delnice PID-a se lahko vplača tudi s certifikati.
- Rok za vpis in vplačilo delnic je daljši, in sicer šest mesecev od dneva, določenega za začetek vpisovanja.
- Osnovni kapital lahko družba poveča že med postopkom vpisovanja delnic; če so vse delnice sklada vplačane pred iztekom roka za vpisovanje in vplačilo delnic, lahko družba za upravljanje izda sklep o povečanju osnovnega kapitala, seveda s soglasjem ATVP.
- Delnice PID-a niso prenosljive s pravnimi posli med živimi, dokler se ne uvrstijo v kotacijo na borzi.

Poleg tega za PID-e velja:

- PID-i niso zavezani plačati davka, če razdelijo vsaj 90 % dobička. Sicer so obdavčeni po stopnji 25 %.
- Posamezni investitor lahko pridobi največ 5 % sredstev PID-a.

### **3.4 NADZOR**

Z *Zakonom o trgu vrednostnih papirjev* (Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 1994) je bila leta 1994 ustanovljena Agencija za trg vrednostnih papirjev. Agencija za trg vrednostnih papirjev opravlja nadzor nad izpolnjevanjem pogojev za oblikovanje in ustanovitev investicijskih skladov ter družb za upravljanje ter nadzor nad njihovim poslovanjem.

Agencija lahko brez omejitev pregleduje knjige in ostale dokumente pooblaščne družbe za upravljanje, kateri se nanašajo na poslovanje PID-ov. Funkcija upravljanja PID-a se lahko v primeru hujših kršitev zakonskih določil prenese na drugo pooblaščeno DZU. V skrajnem primeru se nad PID-om lahko začne postopek likvidacije.

Pooblaščne investicijske družbe morajo imeti vsako leto generalno skupščino. 30 dni pred skupščino mora biti podano javno obvestilo. Zakon o podjetjih, ki zadeva PID-e v tem primeru, določa, da lahko 10 % delničarjev zahteva izredno skupščino, 15 % pa mora biti prisotnih za veljavnost glasovanja. Glasovanje zahteva preprosto večino, torej 50 % glasov, da je sklep sprejet. Izjemi sta spremembe statuta in uprave, ki zahtevata 75 % prisotnih glasov, da je sklep sprejet, razen če je v ustanovitvenih aktih PID-a drugače določeno.

PID-i imajo 3-članski nadzorni svet, njegove člane imenujejo delničarji z glasovanjem na skupščini. Člani sveta morajo biti neodvisni strokovnjaki in ne smejo biti zaposleni v pooblaščenih družbi za upravljanje, ki sklad upravlja, ali kakšni drugi ustanovi, ki ima opravka z upravljanjem sklada.

PID-i morajo dnevno sporočati svojo neto vrednost sredstev (NVS) Agenciji za trg vrednostnih papirjev in Ljubljanski borzi. NVS za vsak PID je objavljena dnevno, hkrati z navedeno tržno ceno, v časopisih.

### 3.5 JAVNO MNENJE

Začetno zaupanje ljudi v pooblaščenice investicijske sklade se je sčasoma spremenilo v nezaupanje. To je bilo tudi pričakovati, saj so bile zadeve s pooblaščenimi investicijskimi skladi že od začetka narobe zastavljene z vseh vidikov, razen z vidika interesov tistih, ki sklade imajo in/ali jih upravljajo (Ribnikar, 1994, str. 2).

Izkazane visoke izgube v letnih poročilih PID-ov, predvsem v obdobju od 1994 do 1996, in visoki dobički DZU-jev, sestavljeni predvsem iz provizij, ki so jih zaračunavali PID-om, so začeli porajati pomisleke. Pojavljalo se je tudi vprašanje, ali ne bo takšno izčrpavanje PID-ov povzročilo njihovega konca že v bližnji prihodnosti.

Percepcija javnosti je postala, da so PID-i brez pravega nadzora, da upravljalci niso dovolj motivirani za večanje čiste vrednosti sredstev, da niso dovolj tekmovalni, da so njihove provizije previsoke glede na rezultate, ki jih PID-i dosegajo, da ne prispevajo k povečanju učinkovitosti olastninjenih podjetij, da so nestrokovni ipd. Po mnenju javnosti PID-i in DZU-ji v desetih letih niso naredili čisto nič. Žalostno je, da to ni daleč od resnice (Toplak, 2001a, str. 2).

Do takega stanja so pripeljali notranji dejavniki pa tudi razmere, v katerih so PID-i delovali (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 157, 158):

- vrsta zakonskih ureditev je bila ob nastanku PID-ov nedorečena,
- slovenski finančni sistem ni bil razvit, na trgu so pogosto delovali netržni mehanizmi,
- število družb za upravljanje je za slovenski prostor preveliko, zaradi majhne koncentracije sredstev v upravljanju pa so stroški upravljanja visoki,
- vrsta neuspešnih vlaganj,
- prepočasno investiranje zbranih certifikatov,
- privatizacijska luknja ter obotavljanje države pri njeni zapolnitvi ter posledično
- nezmožnost porabe dela certifikatov.

Pri PID-ih je bilo videti, kot da se država požvižga na zaupanje investitorjev. Ko je pri vprašanju privatizacijske vrzeli šlo za materialne koristi certifikatnih delničarjev, so država in družbe za upravljanje valili krivdo drug na drugega. S tem so samo spodkopavali zaupanje in

z njim možnost uveljavitve PID-ov. S tega vidika je bila vsaka razrešitev problema privatizacijske luknje boljša kot nikakršna (Jašovič, 1999, str. 29).

Za notranje dejavnike, ki so pripeljali do negativnega mnenja, pa smatramo:

- Dvom v sposobnost izvajanja aktivne investicijske politike v PID-ih.
- Neizvajanje funkcije upravljalcev podjetij\*: PID-i v lasti bank v podjetjih večinoma samo ždijo, medtem ko samostojni PID-i svojo vlogo aktivnih lastnikov resnično opravljajo. Problem pa je, da lahko stvari spremenijo le v malih podjetjih, medtem ko velika narodnogospodarska podjetja ostajajo tabu (Toplak, 2001a, str. 2).
- Upravljalke provizije.
- Lastniški nadzor nad investicijskimi skladi.
- Nevstop delnic skladov na borzo.
- Donosnost naložb v PID-e: naložbe v netržna podjetja, ki v večini sestavljajo portfelje PID-ov, pomembno zmanjšujejo likvidnost sklada, to pa upravljalcem onemogoča učinkovitost, ker nenehno zamujajo tržne priložnosti (Jašovič, 1998, str. 3).
- PID-i posle sklepajo večinoma prek svežnjev, po vnaprej dogovorjeni ceni in pravilih. Trg in finančni vlagatelji na njem od tega nimajo nobene koristi, zato ne moremo reči, da PID-i izpolnjujejo svoji nalogi finančnih posrednikov in spodbujevalcev finančnega trga (Toplak, 2002, str. 2). Dokler ne bodo opravljali teh gospodarsko koristnih funkcij, ne bodo doživeli družbenega priznanja.

Vprašljiv je tudi nadzor nad PID-i: ali mali delničarji vanj zaupajo in ali je z njim doseženo, da je malim delničarjem storjena škoda tudi povrnjena (slabe izkušnje z Dadasom). Zaradi slabega nadzora je namreč že prišlo do številnih zlorab pri trgovanju z naložbami, nadzor pa se je omejeval na disciplinske ukrepe, namesto na sprotno obveščanje malih delničarjev. To pa jim ni preprečilo ali povrnilo škode in konkretnim oškodovalcem ni onemogočilo nadaljnega poslovnega življenja. Zaradi pomanjkanja konkretnosti se sedaj kot barabija neupravičeno ocenjuje celotna pidovska indstrija (Toplak, 2002, str. 2).

### **3.6 INDEKS POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB (PIX)**

Indeks pooblaščenih investicijskih družb (PIX), ki prikazuje gibanje tečajev PID-ov, je v lanskem letu zrasel za 4,4 %, v letošnjem letu samo do 31. julija že za skoraj za 50 %. V tem času je delniški indeks SBI20 zrasel za manj kot 35 %. Med njunim gibanjem obstaja korelacija, ki je razvidna tudi na Sliki 4 (str. 21), na kateri je spreminjanje vrednosti obeh zaradi primerljivosti prikazano z indeksi s stalno osnovo. Korelacija je pričakovana, glede na to, da imajo PID-i v svoji aktivi tudi delnice podjetij, ki sestavljajo SBI20.

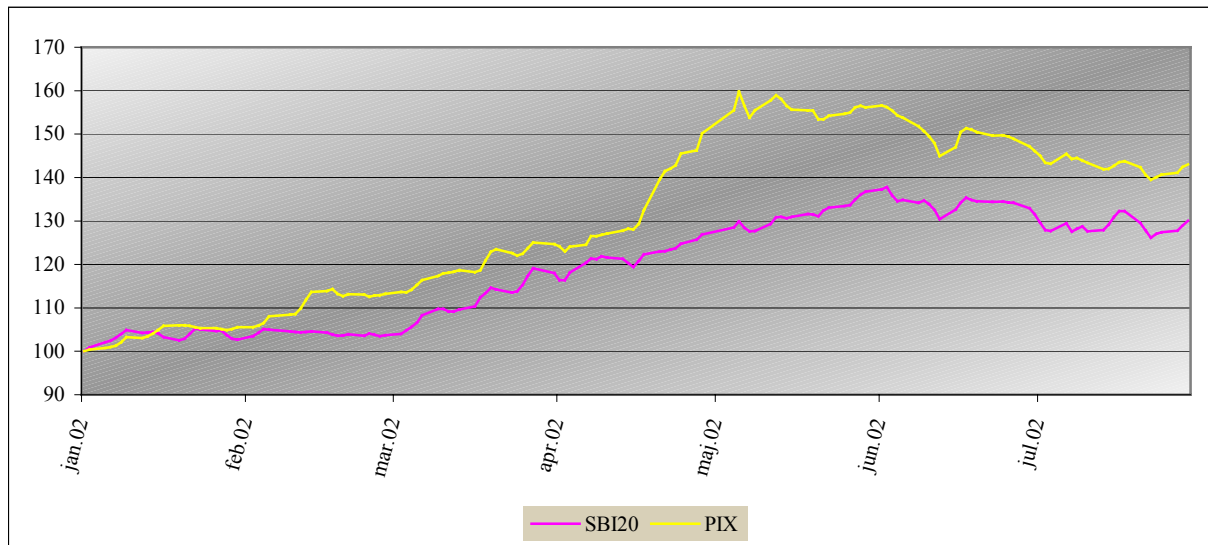
Na močan skok cen pidovskih delnic v letošnjem letu so vplivali naslednji dejavniki:

---

\* PID-i za opravljanje te funkcije niso bili dodatno nagrajeni, zato tudi niso bili motivirani za njeno izvajanje. V tem je zmeta snovalcev zakona, ki PID-om dodeljuje pravico do upravljanja podjetij (Jašovič, 1999, str. 30).

- koncentracija lastništva v PID-ih: po teoriji velja, da večji kot je interes po konsolidaciji lastništva, večje je povpraševanje po teh delnicah in kot posledica je rast delniških tečajev hitrejša;
- velika razlika med knjigovodsko vrednostjo delnice PID-a in njeno tržno ceno, (Primerjava polnih pidov, 2002, str. 1);
- zapolnitev privatizacijske vrzeli februarja letos;
- rast tečajev tržnih delnic, ki jih imajo PID-i v svojih portfeljih (Pinterič, 2002, str. 87).

Slika 4: Gibanje indeksov s stalno osnovo na dan 3. 1. 2002 za vrednosti SBI20 in PIX



Vir: Graf gibanja vrednosti indeksov PIX in SBI20 [URL: <http://www.mojdenar.com>] in lastni izračuni.

## 4 VREDNOTENJE SLOVENSКИH POOBLAŠČENIH INVESTICIJSКИH DRUŽB

Trenutno je v Sloveniji 34 pooblaščenih investicijskih družb, ki kotirajo na prostem trgu. Na Ljubljanski Borzi je kar nekaj pooblaščenih investicijskih družb, s katerimi se trguje precej pod njihovo neto vrednostjo sredstev (glej Tabelo 1, str. 22). Pri PID-ih, ki nimajo več neizkoriščenih certifikatov, lahko neposredno primerjamo tržno ceno delnice in knjigovodsko vrednost njihovega premoženja: tržne cene se gibljejo okrog dveh tretjin knjigovodske vrednosti (Zmagaj, 2001, str. 9). Tržne cene ostalih PID-ov dosežajo med 40 % in 50 % knjigovodske vrednosti in se bodo po mnenju večine upraviteljev do dveh tretjin ali več šele povzpele.

Nekateri poznavalci na podlagi teh visokih diskontov, ki so znatno višji kot največ 20-odstotni diskonti v tujini, priporočajo nakup PID-ovskih delnic. Previdnejši poznavalci pa so mnenja, da razmerje med knjigovodsko in tržno vrednostjo pri nas zaradi učinkov privatizacije ne velja in ne bo veljalo kot velja na razvitih trgih. Knjigovodske vrednosti naj bi



bile previsoke in bodo pri naslednjih vrednotenjih upadle, kljub popravkom vrednosti ob zadnji predaji premoženja (Pinterič, 2002a, str. 32).

Razen previsokih knjigovodskih vrednosti pa visoki diskonti odražajo tudi, kako delnice PID-ov vrednoti trg. Pri oblikovanju tržne cene so za udeležence trga pomembne vse relevantne informacije. Pri PID-ih je očitno, da so zakonsko in vsebinsko nedodelane institucije, prav tako ima pomemben vpliv negativno javno mnenje (glej poglavje 3.5). Te vplive trg sistematično vgrajuje v cene delnic PID-ov, visoki diskonti pa tako kažejo tudi na tveganost naložbe.

Tabela 1: Primerjava tržne cene, knjigovodske vrednosti PID-ov in diskont

<b>PID</b>	<b>Tržna cena (v SIT)</b>	<b>Knjigovodska vrednost (v SIT)</b>	<b>Diskont (v %)</b>
<i>PID Aktiva Avant I</i>	32,00	77,14	58,52
<i>Arkada ena</i>	51,55	154,28	66,59
<i>Atena PID</i>	61,78	131,02	52,85
<i>Capinvest 2 PID</i>	37,50	215,06	82,56
<i>Trgatev, Ljubljana</i>	30,15	129,89	76,79
<i>Infond Zlat PID</i>	75,71	/	/
<i>K4SR</i>	36,80	215,22	82,90
<i>PID KD</i>	33,59	103,11	67,42
<i>Kompas sklad 2</i>	42,07	218,37	80,73
<i>Modra linija pid</i>	109,39	242,07	54,81
<i>Mercata</i>	45,50	169,83	73,21
<i>Mercata 1</i>	37,40	147,77	74,69
<i>Maksima 1</i>	86,56	158,36	45,34
<i>NFD2</i>	42,96	115,46	62,79
<i>Nika PID</i>	41,07	141,06	70,88
<i>Nika PID 1</i>	33,00	120,12	72,53
<i>Nika PID 2</i>	29,40	137,08	78,55
<i>Plod, Ljubljana</i>	30,10	117,94	74,48
<i>Pomurska inv. druž. 1</i>	197,36	248,82	20,68
<i>Poobl. Pom. inv. dr.</i>	31,30	86,35	63,75
<i>Krona Senior</i>	74,37	160,75	53,74
<i>Setev, Ljubljana</i>	32,00	110,79	71,12
<i>Triglav steber II</i>	44,20	100,22	55,90
<i>Trdnjava</i>	26,90	132,35	79,68
<i>Trdnjava I</i>	31,00	171,04	81,88
<i>PID Vipa Invest</i>	82,90	193,85	57,23
<i>Vizija PID</i>	65,00	164,72	60,54
<i>Zlata Moneta I</i>	163,02	255,15	36,11
<i>Zlata Moneta II</i>	36,02	109,06	66,97
<i>Pid Zvon ENA</i>	122,88	214,36	42,68
<i>Pid Zvon DVA</i>	40,22	123,32	67,39

Vir: Tečajnica Ljubljanske borze, Delo, 29. 8. 2002, str. 12 in lastni izračuni.

Kar nekaj skladov, ki so močno podcenjeni, pa je za slovenski trg relativno velikih in zato relativno likvidnih. Veliko izmed njih ima soliden, dobro razpršen portfelj, prav tako imajo njihovi upravljavci dobre kvalifikacije, zato ne smemo vseh PID-ov metati v isti koš.

#### 4.1 NETO VREDNOST SREDSTEV

*Neto vrednost sredstev* pooblaščene investicijske družbe dnevno sporočajo Agenciji za trg vrednostnih papirjev in Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev in je dnevno objavljena.

Neto vrednost sredstev se računa na način, ki ga določata *Sklep o vsebini letnega in polletnega poročila o poslovanju investicijskega sklada*, ki ga je izdala Agencija za trg vrednostnih papirjev, in *Sklep o spremembi tega sklepa*. Sredstva se v grobem vrednotijo po naslednjem ključu (*Sklep o vsebini letnega in polletnega poročila o poslovanju investicijskega sklada, 1995* in *Sklep o spremembi sklepa o vsebini letnega in polletnega poročila o poslovanju investicijskega sklada, 1995*):

- *Navadne delnice, ki kotirajo*: po zadnjem dnevnem tečaju.
- *Navadne delnice, ki ne kotirajo*: po zadnji objavljeni knjigovodski vrednosti ali po ceni ob izdaji, odobreni s strani Agencije (če je npr. višja), oziroma po nakupni ceni, če je nižja od zgornjih dveh. Največkrat je nižja knjigovodska vrednost. Vrednost delnice se revalorizira s porastom cen na drobno od dneva nakupa.
- *Neporabljeni certifikati*: vedno sta podani dve NVS, ena z in ena brez neporabljenih certifikatov. Certifikati se vrednotijo po nominalni vrednosti iz dneva izdaje, ki je prilagojena inflaciji. Nominalna vrednost certifikata na dan izdaje, to je 1. 1. 1993, je 100 SIT. Revalorizacija neporabljenih certifikatov zaradi inflacije je skladna z dejstvom, da Slovenski računovodski standardi zahtevajo, da se določena sredstva in obveznosti revalorizirajo vsako leto.
- *Denar, depoziti, terjatve, obveznosti*: po nominalni vrednosti.

Izklicne vrednosti delnic, ki so jih PID-i na dražbah kupovali za certifikate, so bile v številnih primerih precej višje od knjigovodskih. Ko je v kotacijo prišlo več delnic, ki so jih skladi držali v aktivih, so se vrednosti bilanc stanja sčasoma prevrednotile po tržnih cenah, kar je ponavadi pomenilo znižanje vrednosti. Pojav kapitalskih odhodkov zaradi kapitalskih izgub je bil neizbežen. Posledica tega je, da veliko skladov posluje z izgubo.

#### 4.2 METODA VREDNOTENJA

V vseh letih od privatizacije se še vedno ni oblikoval nek razumljiv mehanizem ovrednotenja različnih tipov naložb (*Rezultati brez vpliva, 2002, str. 1*). Zgornja metoda vrednotenja neto vrednosti PID-ov ne odraža dobro dejanske tržne vrednosti PID-a. V pogojih, ko precejšen del naložb predstavljajo netržni vrednostni papirji, kar je za PID-e značilno, je neto vrednost sredstev povsem računovodska kategorija, ki nima nobenega ekonomskega smisla kot osnova

za presojo uspešnosti poslovanja. Vrednotenje po tržnih cenah je onemogočeno, zaradi česar je čista vrednost sredstev v glavnem fikcija, ki močno presega tržne cene delnic (Jašovič, 1998, str. 3).

Zaradi previsokega vrednotenja čiste vrednosti sredstev PID-ov bodo vrednosti kuponov vzajemnih skladov, ki bodo nastali iz PID-ov (kar je tudi cilj Zlate Monete 1, ki jo obravnavam v naslednjih poglavjih), presegle vrednost, ki jo bodo ti skladi ob unovčitvi svojih naložb sposobni pridobiti. To pa ob večjih unovčitvah kuponov lahko predstavlja likvidnostni problem za sklade.

Jašovič zato predlaga spremembo v metodologiji izračuna čiste vrednosti sredstev. Vrednost naj bi ocenjevali tako, da bi ocenjevali dejansko vrednost naložb glede na njihovo likvidnost. Naložbe je potrebno ovrednotiti zelo konservativno z vidika možnosti, kako jih je mogoče spremeniti v denar (torej ugotoviti tržno vrednost), in ob obračunski ceni upoštevati še ustrezen diskont (Viršek, 1999, str. 4).

Ocena vrednosti delnice PID-a, ki jo dobimo po tej popravljeni metodi vrednotenja, je bolj realna in primerljiva s tržno vrednostjo delnice. Ob primerjavi obeh lahko ugotovimo, ali je delnica na trgu podcenjena ali precenjena, ali je torej smiseln nakup ali prodaja.

Da pridemo do ocene vrednosti delnic PID-a po popravljeni metodi, moramo torej oceniti tržno vrednost za vsa spodaj naštetá sredstva sklada (Publikum, d. d.):

- *Tržni vrednostni papirji*: po kotirani tržni ceni; ta del premoženja je mogoče najlažje in hkrati tudi najbolj natančno oceniti, in je enak uradni oceni.
- *Netržni vrednostni papirji*: za večje, bolj aktivno trgovane delnice, kot so npr. delnice Telekoma Slovenije, se kot ocena vrednosti lahko vzame kar ponujena cena netržnega poslovanja. Za manjše delnice, s katerimi se ne trguje tako aktivno, pa pregledamo preteklo poslovanje in ga primerjamo s podjetji s podobnimi rezultati, ki kotirajo na borzi. Pri tem zaradi primerljivosti uporabljamo različne kazalce (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 80). Z uporabo kazalcev in upoštevajoč značilnosti podjetja in panoge ocenimo vrednost vsakega podjetja. Pri tako izračunanih vrednostih delnic manjših podjetij se je izkazalo, da kadar PID-i te delnice prodajajo, pogosto to storijo po višji ceni, kot jo pokaže zgoraj opisana ocena, kar kaže na previdnost (konservativnost) teh ocen.
- *Neporabljeni certifikati*: za vrednost PID-a se izračuna dve oceni; prvo, pri kateri vrednotimo certifikate z vrednostjo 0, in drugo, pri kateri vrednotimo certifikate po njihovi knjigovodski vrednosti. Pri tem upoštevamo med 10 in 15 % njihove knjigovodske vrednosti. Tak odstotek knjigovodske vrednosti se namesto revalorizirane vrednosti certifikatov upošteva zato, ker je bilo premoženje, ki so ga PID-i kupovali z neporabljenimi certifikati, nekvalitetno in precenjeno. Končna vrednost premoženja, ki so ga lahko PID-i kupili z neporabljenimi certifikati, je bila torej precej nižja od vrednosti zapisane na certifikatih, zato certifikati v končni fazi niso bili vredni več kot 10 do 15 % na njih zapisane vrednosti.

- *Denar, depoziti, terjatve, obveznosti:* za te postavke se kot tržna vrednost uporabi knjigovodska vrednost.

## 5 ZLATA MONETA 1\*

Tabela 2: Bilanca stanja Zlate Monete 1 na dan 31. 7. 2002

	Stanje (v 1000 SIT)	Delež (v %)
<b>AKTIVA</b>		
1. Denarna sredstva	40.879	0,25
2. Terjatve	1.024.766	6,19
3. Kratkoročni vrednostni papirji - skupaj	586.482	3,54
3.1. Republike Slovenije	586.482	3,54
3.2. Banke Slovenije	0	0
3.3. Drugi domači	0	0
3.4. Tuji trgi	0	0
4. Dolgoročni vrednostni papirji - skupaj	14.849.828	89,66
4.1. Domači - skupaj	14.849.828	89,66
4.1.1. Obveznice - skupaj	490.074	2,96
4.1.1.1. Republike Slovenije	158.392	0,96
4.1.1.2. Druge obveznice	331.682	2,00
4.1.2. Delnice - skupaj	14.359.753	86,70
4.1.2.1. Na organiziranem trgu (borzna kotacija, OTC)	10.855.771	65,55
4.1.2.2. Na neorganiziranem trgu	3.503.982	21,16
4.2. Tuji - skupaj	0	0
4.2.1. Obveznice	0	0
4.2.1.1. Državne	0	0
4.2.1.2. Druge	0	0
4.2.2. Delnice	0	0
5. Ostali vrednostni papirji	27.785	0,17
6. Depoziti v bankah in DFO	32.000	0,19
7. Nepremičnine	0	0
8. Neizkoriščeni lastninski certifikati	0	0
<b>9. SKUPAJ premoženje</b>	<b>16.561.742</b>	<b>100,00</b>
10. Premoženje brez lastninskih certifikatov	16.561.742	100,00
<b>PASIVA</b>		
Obveznosti do DZU	0	0
Obveznosti iz financiranja	0	0
Druge obveznosti	427.291	2,58
Rezervacije	0	0
Čisti nerealizirani kapitalski dobički	0	0
Kapital	16.134.451	97,42
<b>SKUPAJ obveznosti</b>	<b>16.561.742</b>	<b>100,00</b>
<b>Knjigovodska vrednost delnice</b>	<b>237</b>	

Vir: Obrazec IS/M-1 za Zlato Moneto 1.

\* Vsi podatki se nanašajo na dan 31. 7. 2002, razen če je drugače navedeno.

Družba za upravljanje PID-a Zlata Moneta 1 je Probanka DZU, d. o. o., oznaka PID-a na Ljubljanski borzi pa je ZM1N. Je eden izmed večjih PID-ov, ki kotirajo na Ljubljanski borzi.

Zlata Moneta 1 je poln PID, kar pomeni, da nima več neuporabljenih lastninskih certifikatov. PID je bil poln že pred zadnjimi dražbami Slovenske razvojne družbe, torej je certifikate zamenjal najhitreje (poleg njega sta to dosegla le še Triglav Steber 1 in NFD 1). To pomeni, da ima precej dobro premoženje (Pinterič, 2002a, str. 32) in se mu zato ni treba bati visokih izgub zaradi prevrednotenja naložb, kupljenih na dražbi (Pinterič, 2002, str. 87).

PID ima 9,59 %, oziroma 1.588 milijonov SIT svojega premoženja vložena v denarna sredstva, depozite v bankah, obveznice in v terjatve. Okoli 65,6 % ima vloženi v delnice podjetij, ki kotirajo na borzi (glej Tabelo 2, str. 25). Najpomembnejša tržna naložba je v podjetje Intereuropa, v katerega ima PID naložene malo več kot 1,6 milijarde SIT. Več kot milijardo SIT ima Zlata Moneta 1 vloženi še v podjetja Krka, Lek, Cinkarna Celje in Droga. Preostanek premoženja (malo več kot 20 %) ima vložena v netržne vrednostne papirje, med katerimi sta najpomembnejša Koroška banka in Telekom.

Na pasivni strani bilance ima Zlata Moneta 1 drugih obveznosti v vrednosti 2,5 % celotne pasive. Ostalo pasivo predstavlja kapital, ki se deli na 68.197.800 delnic.

## 5.1 PREOBLIKOVANJE ZLATE MONETE 1

Tabela 3: Prikaz stanja posameznih vrst naložb ZM1N za obdobje od 31. 1. 2002 do 31. 7. 2002 (v 1000 SIT) in spremembe njihovih deležev v strukturi vseh obravnavanih sredstev

	Na dan 31. 1. 2002	Na dan 31. 7. 2002	Razlika	Sprememba (v %)
<i>1. Depoziti v banki, DFO, denarna sredstva</i>	180.815	72.879	-107.936	-12,00
<i>2. Dolgoročni vrednostni papirji (skupaj)</i>	12.410.646	14.849.828	2.439.182	-5,06
<i>2.1.1. Obveznice (skupaj)</i>	458.487	490.074	31.587	-15,19
<i>2.1.2. Delnice (skupaj)</i>	11.952.159	14.359.753	2.407.594	-4,68
<i>2.1.2.1. Na organiziranem trgu vrednostnih papirjev (borzna kotacija, OTC)</i>	8.407.486	10.855.771	2.448.285	2,45
<i>2.1.2.2. Na neorganiziranem trgu vrednostnih papirjev</i>	3.544.673	3.503.982	-40.691	-21,57
<i>3. Ostali vrednostni papirji*</i>	427.783	614.267	186.484	13,93
<i>4. Skupaj</i>	13.019.244	15.536.976	2.517.732	

Vir: Obrazca IS/M-1 za 31. 1. 2002 in 31. 7. 2002 ter lastni izračuni.

\* Sem se štejejo deleži v d. o. o.

Investicijska politika PID-a določa okvirno strukturo njegovega portfelja. Ker je za PID zavezujoče narave, naj bi usmerjala njegovo preoblikovanje. Investicijska politika je določena v statutu PID-a, ki vsebuje tudi druga določila, ki jih mora DZU upoštevati. Dejstvo, da so PID-i prejeli pretežno netržno premoženje in da je bila privatizacijska vrzel zapolnjena šele februarja letos, jim je preprečilo možnost izbire izključno pasivne investicijske politike lastništva v portfeljskih podjetjih (Podberšček, 2002, str. 38). Investicijska politika Probanke DZU, d. o. o., ki upravlja Zlato Moneto 1, je pretežno pasivna. Tako politiko investiranja ji omogoča velik delež tržnih naložb v strukturi vseh naložb, ki ga z novimi naložbami še povečuje.

V Tabeli 3 (str. 26) je prikazano stanje posameznih vrst naložb po kriteriju tržnosti naložbe na dan 31. 1. 2002 in 31. 7. 2002 ter njihove absolutne in relativne spremembe. Odstotki prikazujejo spremembe deležev posameznih oblik naložb v strukturi vseh naložb. Kljub absolutnemu povišanju naložbe so lahko negativni, kadar je relativno povečanje vrednosti posamezne naložbe manjše, kot je relativno povečanje vseh sredstev.

Zlata Moneta 1 je v obravnavanem obdobju povečala delež tržnih naložb v strukturi obravnavanih sredstev (glej Tabelo 3, str. 26). To kaže na namen Zlate Monete 1, da se bo preoblikovala v vzajemni sklad, za katerega so pogoji za preoblikovanje najstrožji. Po obstoječi zakonodaji zahtevajo minimalno 75 % tržnega premoženja v strukturi naložb, po predlogu novega zakona pa kar 90 %.

Da se Zlata Moneta 1 želi preoblikovati v vzajemni sklad je bil tudi sklep na njeni zadnji skupščini dne 9. 7. 2002, po mnenju strokovnjakov pa Zlata Moneta 1 vstopa v krog PID-ov, ki bodo za preoblikovanje v vzajemni sklad najbolje pripravljeni (Slovenija ni več samostojni otoček v svetu borz, 2002).

## 5.2 PODATKI O DELNIČARJIH

Tabela 4: Deset največjih delničarjev Zlate Monete 1 na dan 14. 8. 2002

Ime lastnika	Število VP na dan 14. 8. 2002	Delež lastništva
NLB d. d.	5.809.460	8,51
Zadružna banka, d. d. Ljubljana	5.403.142	7,91
Zavarovalnica Triglav, d. d.	2.818.532	4,13
Raiffeisen Krekova banka, d. d.	2.600.000	3,81
Probanke, d. d.	2.552.866	3,74
Pivovarna Laško, d. d.	2.150.000	3,15
Prifo, d. o. o.	1.680.229	2,46
P.F.C.I., d. o. o.	1.555.342	2,28
Domplan, d. d.	1.500.000	2,20
Cetis, d. d.	1.400.000	2,05
<b>Skupaj</b>	<b>27.469.571</b>	<b>40,22</b>

Vir: KDD.

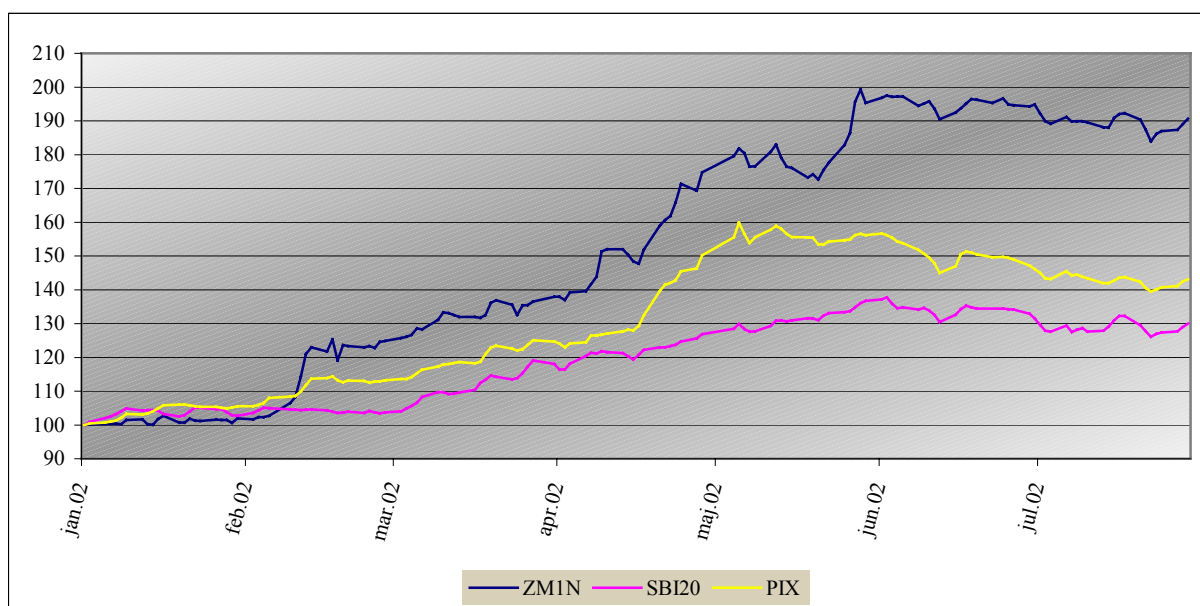
Kapital Zlate Monete 1 je razdeljen na 68.197.800 imenskih delnic, ki kotirajo na prostem trgu. Prvih 10 delničarjev Zlate Monete 1 obvlada več kot 40-odstotni lastniški delež (glej Tabela 4, str. 27). Iz lastniške strukture PID-a ni razvidna večja koncentracija lastništva, vendar je vprašanje, kakšne so povezave med lastniki.

Do večjih premikov v lastništvu PID-a Zlata Moneta 1 je prišlo v letu 2000, ko je Probanka DZU, d. o. o., ki Zlato Moneto 1 upravlja in je bila njena največja lastnica, prodala ves svoj delež Probanki, d. d. in nekaterim drugim kupcem. Probanka, d. d., ki je bila sredi leta 2001 največji lastnik PID-a Zlata Moneta 1, je v drugi polovici leta prodala skoraj 4,9 milijonov delnic, to je približno 72 % njenega deleža. Delnice ZM1N je banka prodala Pivovarni Laško in Iskratelu.

### 5.3 GIBANJE TEČAJA ZLATE MONETE 1

Gibanje enotnega tečaja Zlate Monete 1, vrednosti PIX in vrednosti SBI20 zaradi primerljivosti med njimi prikazujem relativno, in sicer z indeksi s stalno osnovo na dan 3. 1. 2002 (glej Sliko 5).

Slika 5: Gibanje indeksov s stalno osnovo na dan 3. 1. 2002 za tečaj ZM1N ter za vrednosti SBI20 in PIX



Vir: Graf gibanja tečaja Zlate Monete 1, vrednosti indeksov PIX in SBI20 [URL: <http://www.mojdenar.com>] ter lastni izračuni.

Kot je razvidno iz Slike 5, je tečaj delnice Zlate Monete 1 v prvi polovici leta 2002 porasel bolj kot indeksa SBI20 in PIX; od začetka leta 2002 je tečaj delnice ZM1N zrasel skoraj za

95 %, medtem ko je indeks pooblaščenih investicijskih družb porasel za nekaj manj kot 50, indeks SBI20 pa skoraj za 35 %.

Tečaj delnice je izrazito porasel sredi februarja: od 11. do 14. februarja je vrednost delnice porasla kar za 17,8 %, od tega samo 13. in 14. februarja skupaj za 11,7 % (v istem času je PIX porasel za 3,5 %, SBI20 pa je upadel za 0,4 %). 11. februarja so k 3,7 % rasti tečaja najbolj pripomogli nakupi borzno posredniške hiše Perspektiva, ki je potegnila tečaj na 79 SIT (končni kupec je bila fizična oseba). Manjšo količino delnic je ta dan po tečaju 79 SIT ob zaključku trgovanja kupila tudi Abanka. Po dnevu dokaj umirjenega trgovanja je nato tečaj delnice ZM1N 13. februarja porasel za 5,5 % – glavni vzrok za tolikšno rast so bili nakupi Abanke, ki je ta dan kupila več kot 170.000 lotov delnic (za lastni portfelj). Rast tečaja se je nadaljevala tudi 14. februarja, ko je tečaj porasel za 5,9 %; tudi tokrat je bila vodilni kupec Abanka, k rasti tečaja pa so prispevali tudi nakupi SZKB po cenah, bistveno višjih od enotnega tečaja prejšnjega dne (Abanka je kupovala zase, SZKB pa zase in za podjetje Proko, d. o. o.).

Tečaj delnice Zlate Monete je ponovno izraziteje porasel sredi marca: 11. in 12. marca je tečaj delnice ZM1N skupno porasel za 3,9 %, medtem ko je v teh dveh dneh indeks PIX pridobil le 1,3 %. Tudi tokrat so k rasti tečaja najbolj prispevali nakupi Abanke, ki je prvi dan kupila 221.000 lotov (desetino za lasten portfelj, glavnino pa za podjetje Inženiring Plus, d. o. o.) in drugi dan 36.000 lotov (za lasten portfelj). Nekaj dni kasneje, 21. marca, je tečaj delnice ZM1N ponovno porasel za skoraj 2,8 %, kar je bilo precej več, kot je ta dan znašala rast indeksa PIX; rast je bila spet predvsem posledica nakupov Abanke (za lasten portfelj).

Naslednje obdobje rasti tečaja ZM1N je nastopilo med 9. in 11. aprilom, ko je tečaj delnice pridobil 8,4 %, medtem ko je indeks PIX porasel le za 1,8 %. Prvi dan je na rast tečaja vplivala Abanka, ki je za lastni portfelj kupila 16.000 lotov delnic, v naslednjih dveh dneh pa je tečaj rasel zaradi nakupov Factor banke, ki je prav tako za lastni portfelj kupila nekaj manj kot 150.000 delnic.

Obdobje rasti tečaja ZM1N je nastopilo še med 19. aprilom in 7. majem, ko je tečaj delnice pridobil 34 %, medtem sta indeksa PIX in SBI20 porasla za 30 in 9 %. V tednu med 23. in 30. majem, ko sta PIX in SBI20 porasla le za 3 oz. 5 %, pa je tečaj Zlate Monete 1 poskočil kar za 27 %.

Kot je razvidno iz zgornjih pojasnil rasti tečaja, je največji vpliv na njegovo rast imela Abanka. Delnice je kupovala večinoma za lasten portfelj, torej lahko sklepamo, da gre za željo po konsolidaciji lastništva. Tečaj Zlate Monete 1 je do junija dvigovala tudi rast tečajev, ki jih ima sklad v svojem portfelju, saj je Slovenski borzni indeks SBI20 od začetka leta do začetka junija vztrajno rasel (glej Sliko 5, str. 28). Delni vpliv lahko pripišemo tudi zapolnitvi privatizacijske vrzeli, kljub temu da Zlata Moneta 1 pred njo ni imela neporabljenih certifikatov. Odprava vrzeli je namreč vplivala na splošno izboljšanje javnega mnenja o



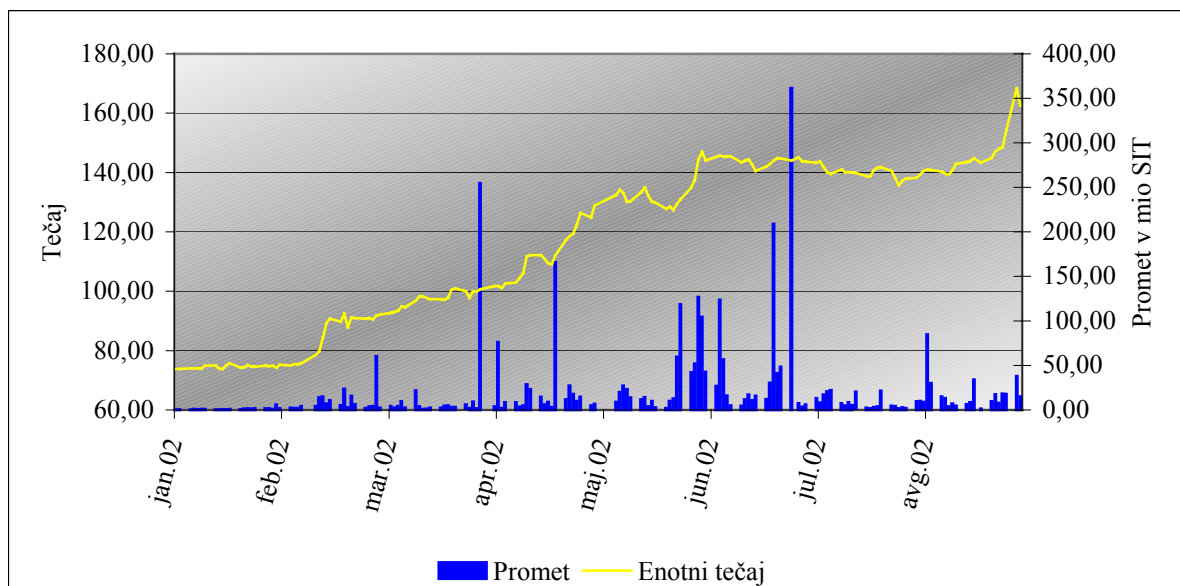
PID-ih. Diskont na knjigovodsko vrednost je glede na ostale PID-e med nižjimi (glej Tabela 1, str. 22), zato na prvi pogled ni prepričljiv razlog za rast tržne cene. Vendar je treba upoštevati, da je knjigovodska vrednost Zlate Monete 1 zaradi kvalitetnih naložb blizu dejanske vrednosti in torej ni toliko napihnjena, kot je značilno za večino PID-ov.

## 5.4 PROMET

Od začetka leta 2002 je bilo z delnico Zlate Monete 1 sklenjenih za 3.280 milijonov SIT poslov (v povprečju nekaj več kot 13,7 milijonov SIT dnevno, kar pomeni približno 0,14 % celotne kapitalizacije PID-a). Trgovanje je bilo na začetku leta umirjeno in je postalo bolj intenzivno od začetka aprila (glej Sliko 6).

V aprilu je bilo z delnico Zlate Monete 1 sklenjenih za 453 milijonov SIT poslov, to je v povprečju za 15 milijonov SIT dnevnega prometa (kar pomeni 0,17 % kapitalizacije PID-a). Največji promet letos je delnica dosegla v mesecu od konca maja do začetka junija, ko je povprečni dnevni promet dosegal 50 milijonov SIT ali kar 0,69 % tržne kapitalizacije PID-a.

Slika 6: Promet in tečaj delnice Zlate Monete 1 v obdobju od 3. 1. 2002 do 6. 8. 2002



Vir: Graf gibanja prometa in tečaja Zlate Monete 1 [URL: <http://www.mojdenar.com>] in lastni izračuni.

Kot je razvidno iz Slike 6, je promet z delnicami Zlate Monete 1 zelo intenziven. To nam kaže na veliko likvidnost delnice, kar pomeni, da je delnico lahko »spremeniti v denar«, torej prodati. Večja likvidnost pomeni višjo tržno vrednost, saj ne pride do diskonta zaradi nelikvidnosti (Bodie, Kane, Marcus, 1996, str. 253).

## 5.5 HITRA OCENA SMOTRNOSTI NAKUPA DELNIC ZLATE MONETE 1

Vrednost investicijskih kuponov vzajemnega sklada, v kar se želi preoblikovati PID Zlata Moneta 1, se določa tako, da se čista vrednost sredstev vzajemnega sklada deli s skupnim številom enot premoženja vzajemnega sklada, na katere se glasijo investicijski kuponi v obtoku. Delež tržnega portfelja Zlate Monete 1 (ki predstavlja približno 66 % aktive sklada), preračunanega na delnico, znaša 159 tolarjev, medtem ko je tržna cena delnice na trgu 140,64 tolarjev. Razlika med 159 tolarji in 237 tolarji (toliko je knjigovodska vrednost delnice) predstavlja večinoma netržni del portfelja, katerega iztržljivo vrednost je težje določiti, saj je delnica na trgu lahko dejansko vredna več ali manj, kot je njena knjigovodska vrednost.

Če bi pri investiranju v delnice Zlate Monete 1 zanemarili netržni del njenega portfelja in se odločali le na podlagi primerjave tržnega premoženja Zlate Monete 1, preračunanega na delnico, s tržno ceno delnice Zlate Monete 1 na borzi, bi bil nakup že zanimiv, saj je tržna cena za 13,1 % podcenjena v primerjavi s tržnim delom portfelja sklada (Primerjava polnih pidov, 2002, str. 1 in lastni izračuni).

## 6 FINANČNA ANALIZA

### 6.1 TRŽNE NALOŽBE

Kot sem že omenila, je največji delež premoženja PID-a Zlata Moneta 1 vložen v delnice podjetij, ki kotirajo na borzi. Za te naložbe je z zakonom določeno, da se vrednotijo po trenutnih cenah delnic posameznega podjetja na borzi. Tržna vrednost naložb najbolj odraža dejansko vrednost naložb, zato je tržna cena po mojem mnenju tudi pravičen način vrednotenja tržnih naložb.

Tudi iz korelacijskih koeficientov med tržnimi cenami najpomembnejših delnic, ki jih ima Zlata Moneta 1 v svojem portfelju, in tržno ceno delnic Zlate Monete 1 je videti pozitivno in precej močno odvisnost (glej Tabelo 4). To kaže na dejstvo, da cene tržnih delnic vplivajo na ceno delnic sklada, in so zato primerne za analizo vrednosti delnice sklada.

Tabela 4: Korelacijski koeficienti med tržnimi cenami posameznih delnic in ZM1N

<i>Korelacija</i>	Krka	Droga	Intereuropa	Pivovarna Laško	Lek	Cinkarna Celje
Zlata Moneta 1	0,790	0,839	0,597	0,441	0,865	0,745

Vir: Lastni izračuni na podlagi gibanja tečajev v obdobju leta 2001.

Vrednost tržnih naložb Zlate Monete 1 sem ocenila tako, da sem borzno ceno pomnožila s številom delnic, ki jih ima PID v lasti (glej Tabelo 5, str. 32). Vrednost teh naložb je obračunana po enotnih tečajih na Ljubljanski borzi na dan 31. julij 2002.

Najpomembnejše naložbe Zlate Monete 1 so Intereuropa, Krka, Lek, Cinkarna Celje ter Droga. Precej premoženja ima PID vloženega še v Pivovarno Laško. Zlata Moneta 1 ima v omenjenih šest podjetij vloženih 6,4 milijarde tolarjev oziroma 59 % vsega premoženja, vloženega v podjetja, ki kotirajo na Ljubljanski borzi.

Tabela 5: Izračun vrednosti tržnih naložb Zlate Monete 1 na dan 31. 7. 2002

Podjetje	Število delnic na dan 31. 7. 2002	Tržna cena na dan 31. 7. 2002	Vrednost naložbe na dan 31. 7. 2002
<i>Agrokombinat Maribor</i>	18.279	720,00	13.160.880
<i>Intereuropa</i>	334.424	4.750,00	1.588.514.000
<i>Cinkarna Celje</i>	55.903	21.200,00	1.185.143.600
<i>Krka</i>	34.610	35.700,00	1.235.577.000
<i>Lek</i>	20.215	59.700,00	1.206.835.500
<i>Droga</i>	18.284	62.001,00	1.133.626.284
<i>Pivovarna Laško</i>	143.460	6.250,00	896.625.000
<i>Sava</i>	31.619	23.000,00	727.237.000
<i>Mercator</i>	35.536	20.000,20	710.727.107
<i>Intertrade ITS</i>	25.000	20.000,00	500.000.000
<i>Luka Koper</i>	68.494	4.270,00	292.469.380
<i>Kompas</i>	159.512	1.226,00	195.561.712
<i>DZS</i>	44.640	4.150,00	185.256.000
<i>Nama</i>	120.000	1.400,00	168.000.000
<i>Tehnounion</i>	18.099	9.000,00	162.891.000
<i>Petrol</i>	4.004	31.710,00	126.966.840
<i>Toplice Dobrna</i>	76.179	1.580,00	120.362.820
<i>Gorenje</i>	29.926	3.610,00	108.032.860
<i>Kmetijski kombinat Ptuj</i>	114.755	850,00	97.541.750
<i>Kema Puconci</i>	2.049	4.000,00	8.196.000
<i>Swaty</i>	9.850	8.200,00	80.770.000
<i>Pom-Invest</i>	98.131	501,79	49.241.154
<i>Svila</i>	277.879	80,00	22.230.320
<i>Zdravilišče Moravske Toplice</i>	10000	2.120,00	21.200.000
<i>Comet Zreče</i>	4.000	2.410,00	9.640.000
<i>Klasje</i>	9.648	444,00	4.283.712
<i>Delo</i>	200	18.500,00	3.700.000
<i>MIP</i>	1.413	1.402,00	1.981.026
<b>Skupaj</b>			<b>10.855.770.946</b>

Vir: Arhiv tečajnic [<http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/TecaPoiz/arhivtec.asp>], Obrazec IS/M-2 in lastni izračuni.

## 6.2 NETRŽNE NALOŽBE

Netržne naložbe se po zakonu obračunavajo po zadnji objavljeni knjigovodski vrednosti oziroma po revalorizirani nabavni vrednosti, če je nižja od prve. Ker ta cena ne da pravilne ocene vrednosti netržnih naložb, sem vsako netržno naložbo posebej ocenila. Večina naložb je manjše vrednosti (okoli 100 milijonov SIT) in te sem ocenila tako, da sem na podlagi

primerljivih borznih podjetij s primerjavo kazalcev dobila oceno celotnega podjetja. To oceno sem potem prilagodila posebnostim posameznega podjetja. Končno oceno sem pomnožila z deležem, ki ga ima Zlata Moneta 1 v podjetju in tako dobila vrednost naložbe.

Posebno pozornost sem namenila dvema največjima netržnima naložbama PID-a Zlata Moneta 1, in sicer Koroški banki (naložba 1 milijarda SIT) in Telekomu Slovenije (naložba 644 milijonov SIT).

### 6.2.1 Koroška banka

Metode vrednotenja poslovnih bank in nebančnih podjetij temeljijo na enakih načelih in so si v mnogočem podobne. Kljub temu je smiselno vrednotenje poslovnih bank obravnavati ločeno, saj imata njihovo poslovno okolje in poslovanje svojevrstne značilnosti.

Knjigovodska vrednost kapitala je po navadi boljši pokazatelj vrednosti banke, kot to velja za nefinančna podjetja. Kljub temu pa je slab pokazatelj tržne vrednosti banke in lahko služi le kot pomožna metoda vrednotenja poslovne banke za določitev izhodiščne vrednosti banke (Kleindiest, 1999, str. 18–19).

Ker je vrednotenje poslovne banke zelo kompleksno in zahteva poleg obsežnega strokovnega znanja tudi veliko podatkov, ki širši javnosti niso dostopni, sem se odločila za vrednotenje s pomočjo prevzemnih cen slovenskih bank (glej Tabelo 6). Povprečno razmerje med prevzemno ceno in knjigovodsko vrednostjo pri prevzemih slovenskih poslovnih bank je 1,7 (Publikum, d. d.).

Tabela 6: Prikaz prevzemnih cen, knjigovodskih vrednosti ter razmerja med prevzemno ceno in knjigovodsko vrednostjo za 4 prevzeme poslovnih bank

Poslovna banka	Datum prevzema	Prevzemna cena/delnico (v SIT)	Knjigovodska vrednost/delnico	Razmerje
<i>Banka Koper d.d., Koper</i>	4.12.00	32.000,00	40.788,35	0,78
<i>SKB banka d.d., Ljubljana</i>	26.4.01	4.124,77	2.364,11	1,74
<i>Banka Koper d.d., Koper</i>	28.2.02	102.011,72	43.460,80	2,35
<i>Krekova banka, d.d.</i>	15.4.02	85.473,82	48.766,94	1,75
<b>Povprečje</b>				<b>1,66</b>

Vir: Publikum, d. d. in lastni izračuni.

Vrednost delnice Koroške banke, v kateri ima Zlata Moneta 1 15.098 delnic ali 8,52 % kapitala Koroške banke, sem ocenila kot 1,7-kratnik knjigovodske vrednosti delnice na dan 31. 12. 2001, ki znaša 66.264 SIT na delnico. To sem pomnožila s številom delnic in dobila skupno vrednost naložbe Zlate Monete 1 v Koroško banko, ki je tako 1.000.453.872 SIT. Menim, da je ta ocena precej konzervativna.

## 6.2.2 Telekom Slovenije

Ker se z delnicami Telekoma na sivem trgu aktivno trguje, se kot ocena tržne vrednosti lahko vzame ponujena cena netržnega poslovanja, saj je blizu dejanske tržne vrednosti. To je tem boljša ocena, ker obstaja možnost, da se bodo Telekomove delnice v kratkem uvrstile na organiziran trg. Telekom je namreč 7. marca 2002 zaprosil Agencijo za trg vrednostnih papirjev za dovoljenje za trgovanje z njihovimi delnicami na organiziranem trgu, poleg tega je vodstvo podjetja nekajkrat oznanilo, da se bo z njihovimi delnicami začelo trgovati. Temu pa slovenska vlada, ki je večinski lastnik Telekoma, zaenkrat še nasprotuje. Vrednost delnice bi se z uvrstitvijo na organiziran trg zaradi večje likvidnosti povečala.

Na dan 31. 7. 2002 so borzno posredniške hiše odkupovale delnice Telekoma Slovenije po različnih cenah, npr. 26.000 SIT (Publikum, Ilirika), 28.000 SIT (Poteza), 25.000 (Autocommerce). Na podlagi cen na sivem trgu bi se ocenjena vrednost tako gibala okrog 26.250 SIT.

Ker pa je Telekom Slovenije precej pomembna naložba Zlate Monete 1, sem se odločila narediti bolj temeljito analizo vrednosti njegove delnice. Ocenila sem jo na podlagi primerjave s podobnimi podjetji, katerih delnice kotirajo na organiziranem trgu. Po omenjeni analizi je vrednost Telekomove delnice nekoliko višja od prej ocenjene, in je 30.900 SIT.

Tabela 7: Ključni podatki za izračun kazalcev (konsolidirani podatki, v milijon SIT)

Podjetje	TPSA	MATAV	Eesti	Česky Telekom	Telekom Slovenije
Država	Poljska	Madžarska	Estonija	Češka	Slovenija
1. Cena delnice na dan 6.7.2001 (v SIT)	873	654	980	2.283	/
2. Število delnic	1.400.000.000	1.037.281.600	137.383.178	322.089.900	6.535.478
3. Tržna kapitalizacija (1. x 2.)	1.222.573	678.756	134.592	735.212	/
4. Neto dolg	192.937	135.680	-3.319	154.240	69.573
5. Tržna kapitalizacija+Neto dolg (3. + 4.)	1.415.510	814.436	131.273	889.452	/
6. Prihodki iz poslovanja	885.915	355.864	53.213	345.559	103.664
7. Odhodki iz poslovanja	719.906	265.793	38.444	272.665	93.934
8. Dobiček pred obrestmi in davki (6. - 7.)	166.009	90.071	14.769	72.894	9.730
9. Amortizacija	168.546	62.196	13.008	88.316	42.497
10. Dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo (8. + 9.)	334.555	152.267	27.777	161.210	52.227
11. Priključki	10.201.000	3.819.736	837.741	4.961.210	1.894.171

Vir: Publikum, d. d.

Ker v Sloveniji ni tržnih podjetij, s katerimi bi lahko smiselno primerjali Telekom Slovenije, sem za primerjavo vzela različna evropska podjetja, katerih delnice kotirajo na borzi (glej Tabela 7). Izbrana podjetja so precej podobna Telekomu Slovenije. Vsa delujejo v ekonomijah v prehodu in imajo podobno gostoto stacionarnih priključkov na prebivalca kot Telekom, medtem ko je razširjenost mobilnih telefonov pri njih nekoliko nižja. Vsa so imela

ali pa še imajo monopol, torej večinski delež, na domačem tržišču. Edina opaznejša razlika je, da so razen Estonije vse države večje od Slovenije in zato bolj privlačne za tuje investitorje in konkurente.

Za primerjavo Telekoma Slovenije z drugimi podjetji sem uporabila kazalce, saj jih lahko primerjamo med različnimi podjetji iz iste stroke. Za primerjavo lahko izberemo raznovrstne kazalce, odvisno od namena vrednotenja in razpoložljivih podatkov (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 80–81). Sama sem za primerjavo izbrala naslednje kazalce:

- tržna kapitalizacija + neto dolg/prihodki iz poslovanja,
- tržna kapitalizacija + neto dolg/dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo (t. i. »podjetniški mnogokratnik«),
- tržna kapitalizacija + neto dolg/priključki.

Najnižjo vrednost Telekomove delnice dobimo, če za primerjavo uporabimo kazalec tržna kapitalizacija + neto dolg/prihodki iz poslovanja. Po tej primerjavi je povprečna vrednost delnice Telekomova nižja od cene na sivem trgu (glej Tabela 8). Če bi za oceno uporabila zgolj ta kazalec, bi bila vrednost delnice podjetja najverjetneje podcenjena.

Tabela 8: Izračun vrednosti delnice Telekoma na podlagi kazalca tržna kapitalizacija + neto dolg/prihodki iz poslovanja

Podjetje	TPSA	MATAV	Eesti	Česky Telekom	Povprečje
<i>Tržna kapitalizacija + Neto dolg/Prihodki iz poslovanja</i>	1,60	2,29	2,47	2,57	2,23
<b><i>Vrednost delnice Telekoma Slovenije</i></b>	14.535	25.422	28.232	29.918	24.527

Vir: Lastni izračuni.

Nekoliko višjo vrednost dobimo, če za izračun vrednosti uporabimo kazalec tržna kapitalizacija + neto dolg/dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo. Ta kazalec, t. i. podjetniški mnogokratnik, določi vrednost podjetja. Za razliko od ostalih kazalcev upošteva tudi dolg podjetja. Primeren je za mednarodne primerjave, ker nanj ne vpliva davčna politika, ki se po državah razlikuje (Enterprise Multiple, 2002). Vrednost po primerjavi s podjetniškim mnogokratnikom je najbolj primerljiva s cenami, ki jih za odkup delnic Telekoma ponujajo borzno posredniške hiše (glej Tabela 9).

Tabela 9: Izračun vrednosti delnice Telekoma na podlagi kazalca tržna kapitalizacija + neto dolg/dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo

Podjetje	TPSA	MATAV	Eesti	Česky Telekom	Povprečje
<i>Tržna kapitalizacija + Neto dolg/Dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo</i>	4,23	5,35	4,73	5,52	4,96
<b><i>Vrednost delnice Telekoma Slovenije</i></b>	23.166	32.098	27.121	33.446	28.958

Vir: Lastni izračuni.

Tretji kazalec je tržna kapitalizacija + neto dolg/priključki in da najvišjo vrednost delnice (glej Tabela 10). Povprečje vseh treh vrednosti, ki temeljijo na metodi primerjave s primerljivimi tržnimi podjetji, je ciljna cena, ki je 30.900 SIT za delnico. Na dan 31. 7. 2002 je imela Zlata Moneta 1 v svojem portfelju 20.842 delnic Telekoma Slovenije. Če to pomnožimo z ocenjeno ciljno ceno za delnico, dobimo vrednost celotne naložbe v Telekom, ki tako znaša 644 milijonov SIT.

Tabela 10: Izračun vrednosti delnice Telekoma na podlagi kazalca tržna kapitalizacija + neto dolg/priključki

Podjetje	TPSA	MATAV	Eesti	Česky Telekom	Povprečje
<i>Tržna kapitalizacija + Neto dolg/Priključki</i>	0,14	0,21	0,16	0,18	0,17
<b>Vrednost delnice Telekoma Slovenije</b>	29.572	51.151	34.770	41.315	39.202

Vir: Lastni izračuni.

### 6.2.3 Ostale netržne naložbe

Vrednost naložbe v dve najpomembnejši netržni podjetji Zlate Monete 1 znaša malo več kot 1,6 milijarde SIT, oziroma 50 % vseh naložb v delnice podjetij, ki ne kotirajo na borzi.

Vrednost naložbe v preostalih 29 podjetij, ki ne kotirajo na organiziranem trgu, ne presega 200 milijonov SIT na podjetje. Njihovo vrednost sem ocenila podobno kot vrednost Telekoma Slovenije, vendar sem za primerjavo vzela kazalce primerljivih slovenskih podjetij oz. povprečje celotne panoge v Sloveniji. K tem podjetjem sem štela tudi d. o. o.-je, ki so sicer v obrazcu IS/M-1 navedeni pod »Ostali vrednostni papirji« (glej Tabela 11, str. 37). Postavki »Ostali vrednostni papirji« sem zato pripisala utež 0 %.

## 6.3 DENAR, DEPOZITI, OBVEZNICE IN TERJATVE

Za ostale postavke kot tržno vrednost upoštevamo kar njihovo knjigovodsko vrednost. Zlata Moneta 1 ima 9,9 % oziroma 1.587 milijonov SIT svojega premoženja vložena v denarna sredstva, depozite v bankah, obveznice in terjatve.

## 6.4 CILJNA CENA

Skupna vrednost premoženja, vložena v delnice, je po moji oceni 14,13 milijarde tolarjev. Od tega je okoli 77 % oziroma 10,86 milijarde SIT vloženo v delnice, ki kotirajo na borzi. Največji delež netržnega premoženja, ki skupno znaša 3,3 milijarde tolarjev, je vložen v Koroško banko in Telekom. Ti dve podjetji predstavljata malo več kot 1,6 milijarde netržnih naložb PID-a Zlata Moneta 1.

Pri izračunu ciljne cene sem upoštevala 25 % diskont na ocenjeno vrednost. Ta diskont je treba upoštevati zaradi plačil, ki jih morajo PID-i plačevati družbi za upravljanje. Za razliko od navadnih delnic del dobička pri skladih pobere družba za upravljanje kot provizijo za strokovno upravljanje naložb. Provizijo družbi za upravljanje plačuje sklad v obliki letne provizije za upravljanje (to je v primeru PID-ov, ki plačujejo maksimalno letno provizijo v višini 3 % čiste letne vrednosti sredstev), lahko pa jo plača tudi investitor neposredno družbi za upravljanje v obliki vstopne ali izstopne provizije (to je možnost pri vzajemnih skladih, v kar se želi preoblikovati Zlata Moneta 1).

Tabela 11: Bilanca stanja po knjigovodski vrednosti in ocenjeni vrednosti na dan 31. 7. 2002

	<b>Knjigovodska vrednost (v 1000 SIT)</b>	<b>Utež</b>	<b>Ocenjena vrednost (v 1000 SIT)</b>	<b>Diskont (25 %)</b>
<b>AKTIVA</b>				
1. Denarna sredstva	40.879	100%	40.879	
2. Terjatve	1.024.766	100%	1.024.766	
3. Kratkoročni vrednostni papirji - skupaj	586.482	100%	586.482	
3.1. Republike Slovenije	586.482	100%	586.482	
3.2. Banke Slovenije	0	100%	0	
3.3. Drugi domači	0	100%	0	
3.4. Tuji trgi	0	100%	0	
4. Dolgoročni vrednostni papirji - skupaj	14.849.828		14.619.647	
4.1. Domači - skupaj	14.849.828		14.619.647	
4.1.1. Obveznice - skupaj	490.074	100%	490.074	
4.1.1.1. Republike Slovenije	158.392	100%	158.392	
4.1.1.2. Druge obveznice	331.682	100%	331.682	
4.1.2. Delnice - skupaj	14.359.753		14.129.572	
4.1.2.1. Na organiziranem trgu (borzna kotacija, OTC)	10.855.771	100%	10.855.771	
4.1.2.2. Na neorganiziranem trgu	3.503.982		3.273.801	
4.2. Tuji - skupaj	0	100%	0	
4.2.1. Obveznice	0	100%	0	
4.2.1.1. Državne	0	100%	0	
4.2.1.2. Druge	0	100%	0	
4.2.2. Delnice	0	100%	0	
5. Ostali vrednostni papirji	27.785	0%	0	
6. Depoziti v bankah in DFO	32.000	100%	32.000	
7. Nepremičnine	0	100%	0	
8. Neizkoriščeni lastninski certifikati	0	33%	0	
9. SKUPAJ premoženje	16.561.742		16.303.776	
10. Premoženje brez lastninskih certifikatov	16.561.742		16.303.776	
<b>PASIVA</b>				
Obveznosti do DZU	0	100%	0	
Obveznosti iz financiranja	0	100%	0	
Druge obveznosti	427.291	100%	427.291	
Rezervacije	0	0%	0	
Čisti nerealizirani kapitalski dobički	0	0%	0	
Kapital	16.134.451		15.876.485	
SKUPAJ obveznosti	16.561.742		16.303.776	
<b>Vrednost delnice (v SIT)</b>	<b>237</b>		<b>232</b>	<b>174</b>

Vir: Obrazec IS/M-1 za Zlato Moneto 1 in lastni izračuni.



Borzni analitiki so ocenili, da se diskontni faktor za PID-e giblje med 20 in 40 %, odvisno od deleža tržnih naložb (Publikum). Ker ima Zlata Moneta 1 velik delež tržnih naložb, sem za izračun ciljne cene vzela diskont 20 %, ki sem ga povečala za varnostni faktor v višini 5 %. Končni diskont, ki sem ga upoštevala, je tako 25 %.

Ko bo prišlo do preoblikovanja PID-a v vzajemni sklad, v kar se želi preoblikovati Zlata Moneta 1, se bodo plačila zmanjšala za 33 %. Namreč za vzajemne sklade po zakonu velja, da ima družba za upravljanje za njihovo upravljanje pravico do provizije, ki ne sme presežati 2 % čiste letne vrednosti sredstev vzajemnega sklada (ZISDU, 42. člen). To pomeni, da bo potrebno zmanjšati tudi diskontno stopnjo na približno 16 %. Ob tako diskontni stopnji bi bila ciljna cena PID-a 195 SIT na delnico, kar pomeni, da trenutna tržna cena dosega 72 % ciljne cene. Do te spremembe bo skoraj gotovo prišlo in takrat bo tržna cena (oziroma cena kupona vzajemnega sklada) v kratkem času verjetno precej narasla.

Tabela 12: Cene na dan 31. 7. 2002

<i>NVS/delnico (uradna ocena)</i>	237 SIT
<i>Ocenjena vrednost brez diskonta</i>	232 SIT
<i>Diskont</i>	25 %
<i>Ciljna cena</i>	174 SIT
<i>Tržna cena</i>	140,64 SIT
<i>Število delnic</i>	68.197.800

Vir: Arhiv tečajnic [<http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/TecaPoiz/arhivtec.asp>], Obrazec IS/M-1 za PID Zlata Moneta 1 in lastni izračuni.

Ocenjena vrednost premoženja PID-a Zlata Moneta 1 brez diskonta je 232 SIT na delnico, kar pomeni, da je ciljna cena ob upoštevanju 25-odstotnega diskonta 174 SIT na delnico. Ker je tržna cena 140,64 SIT na delnico, kar znaša 81 % ciljne cene, je za delnico Zlate Monete 1 nakup zanimiv.

## SKLEP

Tržne cene PID-ovskih delnic so kljub porastu v letošnjem letu še vedno precej pod čisto vrednostjo sredstev na delnico. Za razvite trge sicer velja, da se delnice skladov prodajajo s povprečno 20-odstotnim diskontom na njihovo knjigovodsko vrednost, vendar so diskonti, ki veljajo za slovenske PID-e, tudi nekajkrat večji. Kljub temu pa to še ne pomeni, da je njihov nakup smiseln. Čista vrednost sredstev je namreč računovodska kategorija, ki ne odraža nujno dejanske vrednosti, in je v primeru PID-ov največkrat precenjena. Po drugi strani pa diskonte povečujejo nizke tržne cene delnic PID-ov, do katerih je prišlo do zaradi različnih dejavnikov, ki vplivajo na njihovo oblikovanje. Javnosti najbolj znan in najbolj odmeven razlog je najverjetneje privatizacijska luknja. Nezainteresiranost države za njeno zapolnitev je dolgo slabšala podobo investicijskih skladov, od februarja letos pa je privatizacijski primanjkljaj končno odpravljen. To je očitno spodbudilo rast tečajev PID-ovskih delnic. Vendar je

vprašanje, ali ne bo slabo, netržno premoženje, ki so ga dobili za zapolnitev vrzeli, PID-e še bolj odrinilo od statusa normalnih finančnih institucij.

Z zapolnitvijo privatizacijske vrzeli in odpravo lastninskih certifikatov iz bilanc je postalo aktualno preoblikovanje PID-ov. To bo v prihodnosti njihov najpomembnejši korak, ko bodo iz privatizacijskih posrednikov postali finančni posredniki. S tem se bodo dokončno otresli nedodelane dvojne vloge, saj ne vedo, ali upravljajo podjetja ali upravljajo portfelje. To pa je tudi ena od glavnih deformacij njihovega delovanja.

Sedanje naložbe PID-ov se bodo s preoblikovanjem razdelile med sklade in holdinge, bilance PID-ov pa se bodo prečistile. Skladi bodo prevzeli večinoma tržni portfelj, s čimer se bo njihova knjigovodska vrednost prevrednotila in približala tržni. Holdingi pa se bodo ukvarjali s povečevanjem vrednosti netržnih podjetij z njihovim upravljanjem, reorganiziranjem in restrukturiranjem.

Do nizke cene delnic PID-ov so pripeljale tudi visoke provizije družb za upravljanje, ki so si provizijo za upravljanje zaračunavale od nerealno visoko ocenjene knjigovodske vrednosti. Po metodologiji, ki jo je za izračun knjigovodske vrednosti delnic in posledično za izračun provizij za upravljanje določila Agencija za trg vrednostnih papirjev, se namreč netržne naložbe vrednoti po knjigovodski vrednosti. Ta je po navadi višja od njihove dejanske vrednosti. Ker je za PID-e značilen velik delež netržnih naložb, so vrednosti njihovih bilanc napihnjene.

Zato sem za oceno dejanske vrednosti delnic Zlate Monete 1 upoštevala metodologijo, ki jo je predlagal mag. Božo Jašovič, in jo za vrednotenje PID-ov uporabljajo tudi nekatere slovenske borzno posredniške hiše. Glavna razlika med uradno in omenjeno metodologijo je v tem, da se netržne naložbe po omenjeni metodologiji oceni glede na možnost, kako jih v danem trenutku lahko pretvorimo v denar. Za končno določitev ciljne cene delnice PID-a pa upoštevamo še diskont za upravljanje. Ciljna cena dobljena na podlagi te metodologije nam v primerjavi s tržno ceno pove, ali je delnica na trgu podcenjena ali precenjena in ali je priporočljiv njen nakup ali prodaja. Še več, pove nam tudi, za koliko je podcenjena, torej njen potencial rasti in s tem pričakovan kapitalski donos.

Zlata Moneta 1 intenzivno povečuje delež tržnih naložb, kar kaže na njeno namero preoblikovanja v vzajemni sklad. Zaradi velikega deleža tržnih naložb je knjigovodska vrednost Zlate Monete 1 zelo blizu ocenjene vrednosti, preden upoštevamo diskont. Tržna vrednost pa je še vedno precej pod obema vrednostma in celo pod vrednostjo sklada, če upoštevamo samo njegove tržne naložbe. To kaže na smiselnost nakupa delnic Zlate Monete 1 in utemeljuje velik promet in rast tečaja delnice letos.

## LITERATURA

1. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus J. Alan: Investments, tretja izdaja. Boston: Irwin McGraw-Hill, 1996. XXXII, 937 str., 80 pril.
2. Brigham F. Eugene, Gapenski C. Louis, Daves R. Phillip: Intermediate Financial Management, šesta izdaja. Fort Worth: The Dryden Press, 1999. XXVII, 1083 str., 3 pril.
3. Fredman Albert J., Wiles Russ: How mutual funds work. New York: New York Institute of Finance, 1993. 334 str.
4. Grgič Maja (a): Vrzel še ni zapolnjena. Delo, Ljubljana, 15. 5. 2002, str. 1, 3.
5. Grgič Maja (b): Delničarji bolje zaščiteni. Delo, Ljubljana, 9. 7. 2002, str. 11.
6. Grgič Maja (c): Sprememba po meri EU. Delo, Ljubljana, 10. 7. 2002, str. 15.
7. Jašovič Božo: Pidi ne morejo biti dvoživke. Finance, Ljubljana, 20. 11. 1998, str. 3.
8. Jašovič Božo: Dileme o preoblikovanju pidov. Bančni vestnik, Ljubljana, 1999, št.10 str. 29–32.
9. Kleindienst Robert: Vrednotenje poslovnih bank. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 96 str.
10. Lacić Marjan: Predlog novega zakona o investicijskih skladih in DZU ponuja nove rešitve za preoblikovanje pidov. Dnevnik, Ljubljana, 16. 5. 2002, str. 1.
11. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
12. Pinterič Jan: Naložbena tehtnica: Pidi so letošnji hit. Svetovalec iz GV, Ljubljana, 11. 3. 2002, str. 87.
13. Pinterič Jan (a): Pidi, grdi rački privatizacije. Gospodarski Vestnik, Ljubljana, 13. 5. 2002, str. 32.
14. Podberšček Luka: Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 48 str., 7 pril.
15. Primerjava polnih pidov. Dnevnik, Ljubljana, 19. 4. 2002, str. 1.
16. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
17. Rezultati brez vpliva. Dnevnik, Ljubljana, 28. 2. 2002, str. 1.
18. Ribnikar Ivan: Investicijska podjetja in investicijski skladi. Bančni vestnik, Ljubljana, 39 (1990), 4, str. 137–138.
19. Ribnikar Ivan: Utopija o skladih. Finance, Ljubljana, 7. 9. 1994, str. 2.

20. Ribnikar Ivan: Kreditne institucije. Bančni vestnik, Ljubljana, 47 (1996), 6, str. 59–60.
21. Ribnikar Ivan: Privatizacijska luknja ali luknja v glavah. Finance, Ljubljana, 17. 7. 1996, str. 2.
22. Slovenija ni več samostojni otoček v svetu borz, borzni komentar. [URL: <http://www.PinkPonk.com>], 29. 7. 2002.
23. Toplak Simona: Zaupanja v vzajemni sklad niso izgubili. Finance, Ljubljana, 28. 2. 2001, str. 2.
24. Toplak Simona (a): Brezciljnost pidov. Finance, Ljubljana, 29. 3. 2001, str. 2.
25. Toplak Simona: Pa zisdu ne, pa zisdu ja ... . Finance, Ljubljana, 20. 6. 2002, str. 2.
26. Viršek Damjan: Vzajemni skladi kot ideal pida. Delo, Ljubljana, 18. 11. 1999, str. 4.
27. Zmagaj Peter: Prazni pidi le za špekulante. Finance, Ljubljana, 19. 7. 2001, str. 9.
28. Žnidaršič Kranjc Alenka: Invsticijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna: Dej, 1999. 419 str.

## **VIRI**

1. Arhiv tečajnic [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/TecaPoiz/arhivtec.asp>]
2. Enterprise Multiple (RV/EBITDA). [URL: <http://www.investopedia.com/terms/e/ev-ebitda.asp>], 12. 7. 2002.
3. Interni podatki borzno posredniške hiše Publikum d. d.
4. Metodologija za izračun čiste vrednosti sredstev (Uradni list RS, št. 5/95).
5. Moj denar, Graf gibanja tečaja Zlate Monete 1 ter indeksov PIX in SBI20. [URL: <http://www.mojdenar.com/BORZA/Grafi.asp?dnevi=365&TipGrafa=1&submit1=Osve%9E&Index1=on&Index2=on&Delnica2=&Delnica3=&Delnica4=&velikost=Normalen>].
6. Obrazec IS/M-1 za Zlato Moneto 1, 30. 7. 2002 (Agregatni mesečni prikaz strukture sredstev investicijskih skladov).
7. Obrazec IS/M-2b za Zlato Moneto 1, 30. 7. 2002 (Mesečni prikaz strukture in spremembe naložb investicijskih skladov v dolgoročne vrednostne papirje-skupaj).
8. Sklep o vsebini letnega in polletnega poročila o poslovanju investicijskega sklada (Uradni list RS, št. 5/95).
9. Sklep o spremembi metodologije za izračun čiste vrednosti sredstev investicijskega sklada in vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada (Uradni list RS, št. 23/95).

10. Sklep o spremembi sklepa o vsebini letnega in polletnega poročila o poslovanju investicijskega sklada (Uradni list RS, št. 23/95).
11. Sklep o ugotovitvi vrednosti premoženja, ki se preda PID-om za lastniške certifikate (Uradni list RS, št. 72/98).
12. Tečajnica Ljubljanske borze. Delo, Ljubljana, 29. 8. 2002, str. 12.
13. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94).
14. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/92).
15. Zakon o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju PID-ov (Uradni list RS, št. 50/99).
16. Zakon o spremembah in dopolnitvah ZISDU (Uradni list RS, št. 10/98).
17. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 6/94).
18. Zakon o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti SRD (Uradni list RS, št. 30/98).
19. Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov [URL: <http://www.zdu-giz.si>]