

KAZALO

1. UVOD	1
2. TRG KAPITALA V SLOVENIJI	3
2.1. ORIS SLOVENSKEGA TRGA KAPITALA	3
2.1.1. <i>Promet na trgu vrednostnih papirjev</i>	4
2.2. INDEKSI NA LJUBLJANSKI BORZI VREDNOSTNIH PAPIRJEV IN DONOSNOSTI NALOŽB ...	6
2.3. PRIHODNOST SLOVENSKEGA TRGA KAPITALA.....	8
3. DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE IN NJIHOVA VLOGA NA TRGU KAPITALA V SLOVENIJI	9
3.1. NASTANEK IN ZAKONSKA REGULATIVA NA PODROČJU DRUŽB ZA UPRAVLJANJE	9
3.2. DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE NA SLOVENSKEM KAPITALSKEM TRGU.....	11
3.2.1. <i>Največje družbe za upravljanje</i>	13
3.3. TENDENCE NA PODROČJU DRUŽB ZA UPRAVLJANJE.....	13
4. POBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE V SLOVENIJI	15
4.1. NASTANEK IN PRAVNI OKVIR DELOVANJA POBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB V SLOVENIJI.....	15
4.1.1. <i>Nastanek pooblaščenih investicijskih družb in odprava družbene lastnine v Sloveniji</i>	15
4.1.2. <i>Zakonski okvir delovanja pooblaščenih investicijskih družb</i>	17
4.2. NAJVEČJE POBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE V SLOVENIJI	18
4.3. PROMET Z DELNICAMI POBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB	18
4.3.1. <i>Najbolj prometne delnice pooblaščenih investicijskih družb</i>	19
4.3.2. <i>Donosnost delnic pooblaščenih investicijskih družb</i>	20
4.4. STRUKTURA NALOŽB SREDSTEV POBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB	20
4.5. PREOBLIKOVANJE IN ZMANJŠEVANJE ŠTEVILA POBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB	22
4.5.1. <i>Združevanje pooblaščenih investicijskih družb</i>	22
4.5.2. <i>Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb</i>	23
4.5.3. <i>Pravila za preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb in problemi v zvezi s preoblikovanjem</i>	24
4.6. VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI	27
5. NOVI ZAKON O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE – ZISDU-1 ...	29
5.1. NAJPOMEMBNEJŠI ZAKONI, KI UREJAJO PODROČJE VREDNOSTNIH PAPIRJEV	29
5.2. NOVOSTI ZISDU-1	30
6. BORZNOPOSREDNIŠKE HIŠE NA TRGU KAPITALA V SLOVENIJI	33
6.1. PRAVNA UREDITEV BORZNOPOSREDNIŠKIH HIŠ V SLOVENIJI	33
6.2. NAJPOMEMBNEJŠE BORZNOPOSREDNIŠKE HIŠE IN NJIHOV PROMET.....	35
6.3. POSLOVANJE S SVEŽNJI	37
6.4. PRIHODNOST IN NUJNOST ZDRUŽEVANJA BORZNOPOSREDNIŠKIH HIŠ	38
6.5. EVROPSKO IN SVETOVNO BORZNO ZDRUŽEVANJE IN POVEZOVANJE IN SLOVENIJA... ..	39
7. SKLEP	41
8. LITERATURA	43
9. VIRI	44

1. UVOD

Prvi investicijski skladi v Sloveniji so bili ustanovljeni v januarju 1992, in sicer so bili to prvi vzajemni skladi v okviru borznoposredniških hiš. Vendar gre začetek vzpona investicijskih skladov (pooblaščenih investicijskih družb in vzajemnih skladov) pripisati začetku odprave družbene lastnine v letu 1993. Le-ta je omenjene sklade v Sloveniji porinila v ospredje, saj so bile, podobno kot v nekaterih drugih državah na prehodu, te finančne institucije ustanovljene predvsem za potrebe izpeljave lastninjenja, o čemer govori tudi Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij, ki je bil sprejet leta 1992.

Ta zakon je predvideval, da naj bi se PID-i po desetletnem obdobju umaknili iz slovenskega trga kapitala oz. naj bi jih zamenjali običajni investicijski skladi, kot je v navadi po svetu. Vendar je danes očitno, da bo ta zahteva težko izpeljana, saj se proces lastninjenja noče in noče končati (beri: PID-i nočejo vzeti ponujenega premoženja s strani mačehe države), zato zgodba o PID-ih najbrž še ne bo kmalu zaključena. Država in družbe za upravljanje se namreč ne morejo zediniti o vsebini premoženja, ki naj bi ga dobili PID-i in ki bi zadovoljila oba pola oz. obe sodelujoči strani.

Slovenski trg kapitala se je zaradi nastajajočih razmer oz. tendenc v svetu (združevanje, povezovanje, koncentracija kapitala) prisiljen v najkrajšem času prilagoditi in uskladiti z razvitimi evropskimi in svetovnimi kapitalskimi trgi. Zmotno je pričakovati, da bo Slovenija in njen kapitalski trg igrala pomembnejšo vlogo na evropskem trgu, za kar je seveda odločno premajhna. Potrebno je poskrbeti, da ne bomo preveč zaostali nasproti razvitim deželam, saj bi nas to lahko porinilo v »depresivno« stanje in stagnacijo namesto hitrega razvoja. Seveda pa se morajo sočasno s trgom kapitala razviti tudi institucije, ki so ključne za njegovo delovanje in omogočajo njegovo hitrejšo preobrazbo. V svetu velja, da mali investitorji (fizične osebe) niso najbolj pomembni za trg kapitala, ampak so to veliki institucionalni investitorji, kamor štejemo predvsem investicijske sklade, pokojninske sklade in zavarovalnice. Omenjene institucije namreč s svojim obsežnim delovanjem poganjajo trg kapitala in s tem pomembneje vplivajo na celotno gospodarstvo. Nekatero izmed njih bodo predstavljene tudi v tem diplomskem delu. Te finančne institucije morajo v Sloveniji še veliko postoriti predvsem v smislu rešitve svojih internih težav (lastništvo, pravilno poslovanje), da bi lahko pomembneje nastopili na trgu kapitala in opravljali funkcijo, ki jim je namenjena – posredovanje finančnih prihrankov.

Namen diplomskega dela je opisati in analizirati pooblaščenice investicijske družbe, družbe za upravljanje in borznoposredniške hiše na slovenskem kapitalskem trgu. Kako so omenjene finančne institucije urejene, kakšna je njihova pravna podlaga, kako delujejo na slovenskem kapitalskem trgu in kakšen je njihov obseg in vloga, so samo ena izmed vprašanj, na katera bom skušal odgovoriti. Seveda bom poskušal na tem mestu tudi nekoliko prikazati razvoj teh finančnih institucij in celotnega trga kapitala v prihodnosti.

V drugem poglavju diplomskega dela bom skušal predstaviti slovenski trg kapitala v ožjem smislu, torej predvsem trg vrednostnih papirjev. V tem poglavju bom tudi podrobneje predstavil najpomembnejše segmente trga vrednostnih papirjev in nekatere njegove najbolj pomembne udeležence. Poglavje bom zaključil s opisom stanja na slovenskem trgu kapitala in predstavitvijo nekaterih ključnih problemov slovenskega kapitalskega trga predvsem v smislu usklajevanja z evropsko zakonodajo oz. približevanja Evropski uniji.

Tretje poglavje bo govorilo o družbah za upravljanje kot o zelo pomembnih institucijah na trgu vrednostnih papirjev, saj te družbe upravljajo s pooblaščenimi investicijskimi družbami in vzajemnimi skladi. Najprej bom prikazal pravni okvir delovanja družb za upravljanje, nato pa bom podrobneje opisal njihovo delovanje in razvoj v Sloveniji ter njihovo vlogo na trgu kapitala. Poglavje bom zaključil z opisom možnih smeri razvoja družb za upravljanje v prihodnosti.

V četrtem, osrednjem poglavju tega diplomskega dela, bodo podrobneje predstavljene pooblaščenice investicijske družbe. Te so odigrale oz. še vedno igrajo zelo pomembno vlogo v procesu odprave družbene lastnine v Sloveniji, vendar po drugi strani niso upravičile svojega obstoja in izpolnile svoje funkcije, to je funkcije posredovanja s finančnimi sredstvi in spodbujanja dogajanja na kapitalskem trgu. Skratka, poglavje bo podrobno predstavilo te finančne institucije in na koncu prikazalo, zakaj se njihovo število zmanjšuje in katere so pravnoorganizacijske oblike, v katere se PID-i lahko (oziroma se morajo) preoblikujejo do 13. julija leta 2002.

Bistvene novosti na področju poslovanja investicijskih skladov in družb za upravljanje pa bo prinesel novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), katerega predlog in bistvene novosti bodo prikazane v petem poglavju. Zakon, ki usklajuje področje delovanja PID-ov in DZU-jev z delovanjem teh institucij v Evropski uniji, je namreč še vedno v parlamentarni obravnavi. Kot rečeno, je ta zakon namenjen usklajevanju omenjenih institucij na slovenskem trgu kapitala z delovanjem teh subjektov na združenem evropskem kapitalskem trgu.

Šesto poglavje bo podrobneje predstavilo borznoposredniške hiše kot najpomembnejše agentske finančne institucije, ki tudi igrajo zelo pomembno vlogo na trgu kapitala. Borznoposredniške hiše bodo, če bo novi ZISDU-1 sprejet, v družbah za upravljanje dobile zelo močne konkurente na področju upravljanja z vrednostnimi papirji večjih, pomembnejših gospodarskih subjektov. Te družbe so vmesni člen med investitorji in trgom kapitala. Na koncu poglavja bom nakazal tudi možne tendence na področju delovanja borznoposredniških hiš v smislu združevanja teh hiš in v smislu združevanja evropskih in svetovnih borznih sistemov.

Sedmo poglavje bo zaključilo oziroma sklenilo celotno vsebino diplomskega dela.

2. TRG KAPITALA V SLOVENIJI

2.1. ORIS SLOVENSKEGA TRGA KAPITALA

V nadaljevanju bom poskušal predstaviti trg kapitala v Sloveniji, vendar to ne bo podrobna predstavitev celotnega slovenskega trga kapitala, ampak se bom omejil le na tisti del, kjer gre za trg vrednostnih papirjev. V tej točki bom predstavil celoten trg vrednostnih papirjev, v naslednjih dveh poglavjih pa bo poudarek na družbah za upravljanje in pooblaščenih investicijskih družbah.

Trg kapitala v Sloveniji se po grobi definiciji deli na štiri dele (Novak, 2000, str. 42):

1. primarni trg (sem štejemo javne ponudbe vrednostnih papirjev ob primarni izdaji, nadaljnje javne prodaje vrednostnih papirjev, javne prodaje vrednostnih papirjev pooblaščenih investicijskih družb in pa nejavne primarne trge),
2. sekundarni trg (organizirani trg – borza, prosti trg),
3. terciarni trg (neorganizirani – sivi trg) in
4. kvartarni trg institucionalnih investitorjev.

V Sloveniji je dokaj dobro razvit oz. aktiven samo sekundarni trg kapitala. Statistike kažejo, da se slovenska podjetja skoraj ne zadolžujejo z izdajo vrednostnih papirjev na primarnem trgu, ampak to počno predvsem poslovne banke. Zato lahko ugotovim, da je primarni trg vrednostnih papirjev v Sloveniji premalo razvit in da Slovenija (zaenkrat še) po usmeritvi svojega finančnega sistema spada med »bančno usmerjene finančne sisteme«, za katere je značilno, da izstopajo banke kot osrednje finančne institucije (Prohaska, 1999, str. 3).

V Sloveniji lahko govorimo torej predvsem o sekundarnem trgu kapitala. Najpomembnejša institucija sekundarnega trga vrednostnih papirjev v Sloveniji je seveda Ljubljanska borza vrednostnih papirjev. Na borzi kotirajo vrednostni papirji podjetij oz. družb, razdeljenih v dve glavni kotaciji oz. segmenta. Ta delitev je stopila v veljavo s 1. 1. 2001 in pomeni premik k večji transparentnosti, učinkovitosti in enostavnosti borznega poslovanja, ki jo zahteva ureditev vseh borznih institucij v okviru Evropske unije. Ta sprememba je torej še ena v nizu približevanja ureditve naših kapitalskih trgov tistim v Evropski uniji.

Prva kotacija se imenuje borzna kotacija. Na njej kotirajo redne in prednostne delnice podjetij ter obveznice Republike Slovenije, bank in drugih finančnih institucij. Na prostem trgu pa kotirajo delnice podjetij in pooblaščenih investicijskih družb, obveznice finančnih institucij, kratkoročni vrednostni papirji in pokojninski boni (glej Tab. 1 na str. 4).

2.1.1. Promet na trgu vrednostnih papirjev

Vrednostni obseg prometa na vseh trgih Ljubljanske borze je leta 2000 dosegel skoraj 270 milijard tolarjev. To pomeni, da se je vrednostni obseg prometa glede na leto 1999 povečal za 1,5 %. Rekordni mesec je bil december z dobrimi 53 milijardami prometa, sledil pa mu je marec z 28 milijardami. Promet in struktura prometa na Ljubljanski borzi v letu 2000 sta prikazana v naslednji tabeli:

Tabela 1: Promet, struktura prometa in število poslov na Ljubljanski borzi v letu 2000

Tržni segment	Promet (v mio SIT)	Delež v celotnem prometu (v %)	Število poslov
Borzni trg	146.181	54,2	92.530
- Delnice	104.578	38,8	88.738
- Obveznice	41.602	15,4	3.792
Prosti trg	123.436	45,8	304.009
- Delnice	40.745	15,1	36.317
- Obveznice	14.389	5,5	3.513
- Pooblaščne inv. družbe	62.824	23,3	246.364
- Pokojninski boni	1.841	0,7	17.815
- Kratkoročni vred. Papirji	3.187	1,2	63
SKUPAJ	269.617	100	396.602

Vir: Trg vrednostnih papirjev v letu 2000, 2001, str. 16–17.

Iz zgornje tabele je razvidno, da so največji delež v vrednostnem obsegu prometa imele delnice s 53,9 %, sledijo delnice pooblaščenih investicijskih družb s 23,3 % in obveznice s 20,9 %, preostala segmenta sta ustvarila manjši promet. Potrebno je tudi poudariti, da je bilo daleč največ poslov sklenjenih z delnicami pooblaščenih investicijskih družb in sicer kar 62 % vseh sklenjenih poslov na borzi.

Struktura prometa se tudi v prvem polletju leta 2001 ni bistveno spremenila. Skupni vrednostni obseg prometa v prvem letošnjem polletju je znašal 145.491 milijonov tolarjev, kar je za 15,6 % več kot v istem obdobju v letu 2000.¹ V prvem polletju leta 2001 močno izstopa znižanje poslov z delnicami pooblaščenih investicijskih družb, ki je skoraj za 40 % nižje v primerjavi z letom 2000 (glej Tab. 2 na str. 5).

¹ Večina podatkov iz točke 2.1.1. se črpa iz: Letno statistično poročilo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev za leto 2000. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Statpoda/Leto2000.pdf>], 18. 1. 2001 in Polletno statistično poročilo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev za prvo polletje leta 2001. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Statpoda/Poll2001.pdf>], 14. 7. 2001.

Tabela 2: Struktura prometa na Ljubljanski borzi v prvem polletju leta 2001

Vrednostni papir	Promet (v mio SIT)	Število poslov
Delnice	87.985	59.623
Obveznice	23.226	4.201
Investicijske družbe	32.976	88.221
Kratkoročni vred. papirji	641	6
Pokojninski boni	662	6.540
SKUPAJ	145.491	158.591

Vir: Polletno statistično poročilo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev za prvo polletje leta 2001. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Statpoda/Poll2001.pdf>], 14. 7. 2001.

V prometu na Ljubljanski borzi je v zadnjih letih močno naraslo trgovanje s svežnji, ki je v letu 2000 predstavljalo že skoraj 60 % vsega prometa, medtem ko je bila ta številka leta 1998 le 36,4 %. Glavna značilnost poslovanja s svežnji je to, da omogoča sklepanje poslov z večjimi količinami vrednostnih papirjev tudi zunaj borznega trgovalnega sistema. Trgovanje s svežnji omogoča Ljubljanska borza od 1. avgusta 1997 naprej. Osnovna vrednost svežnja mora predstavljati najmanj 30 milijonov tolarjev. Sicer pa bo trgovanje s svežnji podrobneje predstavljeno v šestem poglavju tega diplomskega dela.

Tabela 3: Primerjava tržne kapitalizacije in števila vseh vrednostnih papirjev na vseh trgih Ljubljanske borze na dan 31. 7. 2001 in 31. 12. 2000 po posameznih segmentih

	Tržna kapitalizacija 31.12. 2000 (v mio SIT)	Število VP	Tržna kapitalizacija 31.7.2001 (v mio SIT)	Število VP
Borzna kotacija	798.152	95	887.589	99
- Delnice	579.446	40	630.647	42
- Obveznice	218.706	55	256.942	57
Prosti trg	326.375	173	334.071	179
- Delnice	125.646	114	128.672	119
- Obveznice	26.452	14	52.235	16
- Inv. Družbe	171.621	44	147.544	43
- Pokojninski boni	6.703	1	5.620	1
SKUPAJ	1.138.431	268	1.221.660	278

Legenda: VP – vrednostni papir

Vir: Letno statistično poročilo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev za leto 2000. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Statpoda/Leto2000.pdf>], 18. 1. 2001 in Polletno statistično poročilo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev za prvo polletje leta 2001. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Statpoda/Poll2001.pdf>], 14. 7. 2001.

Če pogledamo najprometnejše vrednostne papirje na Ljubljanski borzi na vseh trgih, lahko opazimo, da so med najbolj prometnimi delnicami tako v letu 2000 kot v prvem polletju leta 2001 delnice Krke, Leka, Mercatorja, Save Kranj, Petrola in Intereurope. V letu 2000 je bila najprometnejša Mercatorjeva delnica, s katero je bilo opravljenega kar dobrih 12 % delniškega prometa v letu 2000. Delnici, ki sta presegle 10 % delniškega prometa v letu 2000, sta tudi delnici Krke in Petrola. Na trgu obveznic »vodi« obveznica Slovenske odškodninske družbe 2. izdaje. Zelo prometne so tudi obveznice Republike Slovenije, in sicer 4., 12., 25. ter 9. izdaja, ki je zapadla 23. 7. 2000. Med delnicami pooblaščenih investicijskih družb, ki bodo natančneje predstavljene v četrtem poglavju, so bile najbolj prometne delnice Infond Zlat, Nacionalne finančne družbe 1 in 2, Triglav Steber 1 in Zlata Moneta, ki so vse presegle 5 % delež v skupnem prometu z delnicami pooblaščenih investicijskih družb.

2.2. INDEKSI NA LJUBLJANSKI BORZI VREDNOSTNIH PAPIRJEV IN DONOSNOSTI NALOŽB

Tabela 4: Indeksi na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev na dan 1. 7. 2001

Indeks	Dolgo ime indeksa	Tip indeksa	Sestava indeksov	Izhodiščna vrednost
SBI 20	Slovenski borzni indeks	Indeks tehtan s TK	Redne delnice 20 izdajateljjev z borznega trga	31. 12. 1993 = 1.000
SBI 20 NT	Netehtani slovenski borzni indeks	Netehtani indeks	Redne delnice 20 izdajateljjev z borznega trga	30. 6. 2001 = vrednost SBI 20 na ta dan
IPT	Indeks prostega trga	Indeks tehtan s TK	Redne delnice 15 izdajateljjev s prostega trga	30. 6. 2000 = 1.000
PIX	Indeks PID-ov	Indeks tehtan s TK	Redne delnice 20 PID-ov	31. 12. 1998 = 1.000
BIO	Borzni indeks obveznic	Indeks tehtan s prometom	Izdaje obveznic, ki dosegajo predpisano ML	30. 6. 1995 = 100
Panožni indeksi	-Hrana -Farmacija -Kemija -Nafta, plin -Transport -Trgovina	Kombinacija 50:50 s TK tehtanega in netehtanega borznega indeksa	Delnice, razporejene v posamezne panoge	30. 6. 2000 = 1.000

Legenda: TK – tržna kapitalizacija

ML – minimalna likvidnost

Vir: Borzni indeksi na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev na dan 1. 7. 2001. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Indeksi/indeksi.asp>], 14. 7. 2001.

Pomembni pokazatelji dogajanja na borznem trgu so tudi borzni indeksi, ki kažejo splošna gibanja tečajev na posameznem segmentu trga vrednostnih papirjev. Do 1. 7. 2000 je Ljubljanska borza izračunavala le tri indekse: SBI 20, indeks PIX in indeks BIO. Po tem datumu pa je pričela izračunavati in objavljati še osem novih indeksov – šest panožnih ter indeksa SBI 20NT in IPT. Dovoljena meja udeležbe posameznega izdajatelja je bila z omenjenim datumom znižana z 20 na 10 %. Donosnosti naložb v vrednostne papirje v okviru indeksov v letu 2000 niso dajale prav spodbudnih novic o dogajanju na trgu kapitala. Indeks SBI 20 je zabeležil 0,1-odstotno rast, indeks BIO 0,5-odstotno rast, medtem ko je indeks PIX najbolj porastel med vsemi nepanožnimi indeksi, saj se je njegova vrednost v letu 2000 glede na leto 1999 povečala za 2,5 %. Indeksa IPT in SBI 20NT sta zabeležila negativno rast. Med panožnimi indeksi je vrednost narasla le dvema, in sicer indeksoma farmacije in transporta.

Če pogledamo stanje in gibanje indeksov v prvem polletju leta 2001, lahko opazimo precej višje rasti borznih indeksov. Za prvo polletje letošnjega leta velja, da v prvih treh mesecih ni bilo nikakršnih pretresov, ki bi pomembneje vplivali na dogajanje na borzi. Od aprila naprej vse tja do avgusta pa so borzni indeksi močno rasli, tečaji delnic so se povečali, številna podjetja so dosegla rekordne dobičke. Mnogi strokovnjaki menijo, da je na to vplivala tudi julijska odprava omejitev naložb za nerezidente. V avgustu leta 2001 je delež prometa tujcev v celotnem prometu z delnicami res znašal že 7,6 %.

Tabela 5: Donosnosti naložb v vrednostne papirje, ki jih vključujejo borzni indeksi na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev

Indeks	Donosnost naložb (v %) 31. 12. 2000 / 31. 12.1999	Donosnost naložb (v %) 31. 8. 2001 / 31. 8. 2000	Donosnost naložb (v %) 31. 8. 2001 / 31. 12. 2000
SBI 20	0,09	16,00	9,27
IPT	-9,94	-1,03	0,10
PIX	2,51	15,30	-1,93
SBI 20NT	-0,72	13,35	8,74
BIO	0,49	3,21	0,72
FAR	15,41	18,01	3,92
HRP	-5,63	2,28	9,11
KEM	-5,54	8,15	10,68
NAF	-14,90	25,48	25,41
TRG	-11,00	7,55	-5,35
TRS	1,24	19,03	12,12

Vir: Borzni indeksi na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev na dan 1. 7. 2001. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Indeksi/indeksi.asp>], 14. 7. 2001.

2.3. PRIHODNOST SLOVENSKEGA TRGA KAPITALA

Na tem mestu ne bom na napovedoval, kaj se bo dogajalo oz. zgodilo na trgu kapitala v prihodnosti, ker to ni naloga tega diplomskega dela, ampak bom samo nakazal tendence razvoja slovenskega trga kapitala in predstavil nekatere ključne probleme, ki jih bo treba odpraviti, da bo trg postal privlačen tudi za druge vlagatelje (večje institucionalne investitorje in predvsem tujce) ter tako postal pomemben del evropskega trga kapitala.

Najprej velja povedati, da je slovenski kapitalni trg zelo majhen in v svetovnem merilu ne pomeni praktično ničesar. Zato je smiselna ugotovitev, da bo slovenski trg v prihodnosti igral samo lokalno vlogo. Nujno je torej, da se v prihodnosti naš trg kapitala poveže z evropskim in tako postane sestavni del evropskega trga kapitala ter s tem doseže boljša izhodišča za kvaliteten razvoj (Jurančič, 2000, str. 20). Znano je, da se pomen kapitalnega trga za posamezno narodno gospodarstvo najpogosteje meri z deležem tržne kapitalizacije delnic v bruto domačem proizvodu (BDP). Ta kazalnik seveda ni najboljši pokazatelj pomembnosti kapitalnega trga za posamezno državo, vendar je eden izmed najbolj natančnih in zato tudi najpogosteje uporabljenih. Primer: zgoraj omenjeni delež je v gospodarstvih z najbolj razvitimi finančnimi oz. kapitalnimi trgi enak ali celo večji od 100 odstotkov, v Sloveniji pa je trenutno malo pod 20 odstotkov. Ta podatek dovolj nazorno kaže razvitost in pomembnost našega trga kapitala. Nekateri so pričakovali, da se bodo razmere na slovenskem trgu kapitala bistveno spremenile že takoj po 1. juliju 2001, ko se je Banka Slovenije odločila odpraviti omejitve na tuja vlaganja (odprava skrbniških računov). Vendar do tega seveda ni prišlo. Slovenija se bo morala sama potruditi in napraviti nekaj korakov naprej, ki bodo povečali zanimanje tujih investitorjev za naš kapitalni trg.

Glavna ugotovitev je, da mora slovenski trg kapitala najprej izboljšati svojo učinkovitost. Najprej je potrebno izboljšati informacijsko učinkovitost (vse informacije naj bi se izražale v cenah naložb), ki je potem tudi osnova za dobro alokacijsko učinkovitost (Usenik, 2001, str. 27). Dobra informacijska učinkovitost pomeni, da je treba izboljšati preglednost poslovanja slovenskih javnih družb in hkrati tudi obveščenost vlagateljev, torej je treba zagotoviti povezavo med realnim gospodarstvom in investitorji oz. celotnim finančnim trgom. Obveščenost vlagateljev se lahko zagotovi z večjo liberalizacijo medijev, kar bi pripomoglo k hitrejšemu pretoku informacij od analitikov do celotnega trga. Drugi pomemben vidik obveščenosti pa je preprečevanje t. i. »insiderstva«, to je trgovanja na podlagi notranjih informacij.² Slovenski trg kapitala je seveda premajhen, da bi se dalo insiderstvo popolnoma preprečiti. Dejstvo je, da se v Sloveniji ta prepovedana oblika trgovanja z zakonom premalo preganja, zakonodaja na tem področju je še vedno premalo ostra, premalo razširjen je tudi pojem notranje informacije, ki se trenutno omejuje le na »zelo natančne informacije«. Evropska unija je ravno v avgustu sprejela predlog nove smernice, ki urejajo področje boja proti insiderstvu in manipulaciji in dopolnjuje smernico 89/529/EEC.

² Notranja informacija je v 275. členu Zakona o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99) definirana kot »vsaka natančna informacija, ki se nanaša na enega ali več izdajateljev vrednostnih papirjev ali na enega ali več vrednostnih papirjev, ki še ni postala dostopna javnosti in ki bi, če bi postala znana javnosti, verjetno imela pomembnejši vpliv na ceno vrednostnih papirjev.«

Obstajajo pa seveda tudi še nekateri drugi neizkoriščeni potenciali slovenskega kapitalnega trga, ki jih ima le-ta na voljo, da se razvije in postane razvit kapitalni trg v pravem pomenu besede. Po mojem mnenju je potrebno v zelo kratkem času zapolniti privatizacijsko vrzel, to je razdeliti premoženje PID-om in končati pogajanja. Zelo pomembno bo na delovanje trga kapitala vplivala tudi privatizacija obeh največjih slovenskih bank, Nove Ljubljanske banke in Nove kreditne banke Maribor, ki predstavljata zelo pomemben del našega trga kapitala. Čim hitreje bo treba skozi proces privatizacije spraviti tudi preostalo državno premoženje, to so področja zavarovalništva, energetike in telekomunikacij. Pomembna naloga čaka državo tudi pri ukinitvi Slovenske razvojne družbe (predvidoma do konca leta 2001) in dokapitalizaciji Kapitalne družbe ter Slovenske odškodninske družbe. Seveda bo na delovanje trga kapitala in njegovo privlačnost pomembno vplival tudi napredek pri pogajanjih z Evropsko unijo, ker se s pozitivno oceno s strani komisije Evropske unije lahko poveča tudi »rating« Slovenije na lestvici deželnega tveganja in s tem zanimivost za tuje vlagatelje. Novosti se obetajo tudi na področju davčne zakonodaje: 1. 1. 2002 bo stopil v veljavo nov dohodninski zakon, ki bo drugače urejal obdavčevanje na področju poslovanja z vrednostnimi papirji in bo skušal delovati v smeri, ki ne bi spodbujala dolgoročnega imetništva oz. držanja kapitala (Šešok, 2001, str. 17).

Seveda bo trg kapitala v Sloveniji vsaj v bližnji prihodnosti še vedno najbolj odvisen od uspešnosti poslovanja slovenskih podjetij, ki lahko s svojim dobičkonosnim poslovanjem vsaj na kratki rok dosežejo večjo aktivnost na trgu kapitala in tako pomembneje vplivajo na dogajanje na njem.

3. DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE IN NJIHOVA VLOGA NA TRGU KAPITALA V SLOVENIJI

3.1. NASTANEK IN ZAKONSKA REGULATIVA NA PODROČJU DRUŽB ZA UPRAVLJANJE

Po sedmem členu Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) je družba za upravljanje (v nadaljevanju DZU), gospodarska družba s sedežem v Republiki Sloveniji, ki je pridobila dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP) za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov. Isti člen tudi pravi, da se družba za upravljanje lahko ustanovi izključno za upravljanje investicijskih skladov, kamor spadajo (pooblašcene) investicijske družbe in vzajemni skladi. Tako ZISDU v svojem 127. členu govori o Pooblašceni družbi za upravljanje, ki seveda ni nič drugega kot družba za upravljanje, ki je pridobila posebno dovoljenje o upravljanju pooblašcene investicijske družbe s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev.

Družba za upravljanje se lahko ustanovi kot delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo. Minimalni znesek osnovnega kapitala družbe za upravljanje, ki upravlja en

investicijski sklad (to pomeni en vzajemni sklad ali eno investicijsko družbo), znaša 50 milijonov tolarjev. Če pa želi družba za upravljanje upravljati več investicijskih skladov, mora v tem primeru povečati svoj osnovni kapital za 25 milijonov tolarjev za vsak nadaljnji sklad v upravljanju. Družba za upravljanje lahko upravlja vzajemni sklad in/ali investicijsko družbo, o katerih bo več govora v naslednjem poglavju. Investicijska družba je delniška družba, ki jo lahko ustanovi ena družba za upravljanje. Pogoj za ustanovitev investicijske družbe je pogodba, s katero se družba za upravljanje obveže, da bo upravljala investicijsko družbo in v imenu in za račun le-te opravljala vse posle v zvezi z upravljanjem finančnega premoženja te družbe. Na drugi strani lahko družba za upravljanje oblikuje vzajemni sklad tako, da sprejme pravila upravljanja vzajemnega sklada in sklene pogodbo s Klirinško depotno družbo o opravljanju poslov v zvezi s hrambo vrednostnih papirjev. Prav tako mora skleniti pogodbo z banko za opravljanje poslov plačilnega prometa. Družba za upravljanje tako upravlja vzajemni sklad svojem imenu in za račun imetnikov investicijskih kuponov.

Vsaka družba za upravljanje si mora pred vpisom v sodni register seveda najprej pridobiti dovoljenje za opravljanje dejavnosti upravljanja investicijskih skladov. Družba za upravljanje mora Agenciji za trg vrednostnih papirjev predložiti zahtevo za dovoljenje za opravljanje dejavnosti upravljanja investicijskih skladov in³:

- celotni spisek podatkov o ustanoviteljih – pravnih osebah iz sodnega registra,
- statut oziroma pogodbo o ustanovitvi družbe za upravljanje,
- kratke življenjepise vodilnih delavcev družbe za upravljanje z navedbo osnovnih podatkov o pridobljenih strokovnih kvalifikacijah, predvsem s področja finančništva in opis aktivnosti, ki jih bodo opravljali vodilni delavci družbe poleg zaposlitve v družbi za upravljanje oz. investicijski družbi,
- opis notranje organiziranosti družbe za upravljanje,
- opis tehnične opremljenosti za opravljanje dejavnosti in
- druge listine o izpolnjevanju pogojev za opravljanje dejavnosti upravljanja investicijskih skladov.

Storitve upravljanja investicijskih skladov obsegajo (ZISDU):

- trženje in prodajo investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov,
- upravljanje premoženja investicijskih skladov,
- vodenje poslovnih knjig in sestavljanje poslovnih poročil investicijskega sklada,
- poročanje in javno objavljane informacij o poslovanju investicijskega sklada in
- v primeru vzajemnega sklada: unovčevanje in izplačevanje odkupnih vrednosti investicijskih kuponov, oziroma v primeru investicijske družbe: zagotavljanje pogojev za delovanje organov investicijske družbe.

Med ustanovitelji družb za upravljanje (ti so lahko fizične osebe ali pravne osebe, organizirane v obliki d. d. ali d. o. o.) imajo največji delež pravne osebe. Tako so v Sloveniji pravne osebe kar 76-odstotni lastniki družb za upravljanje, medtem ko imajo fizične osebe v

³ 15. člen ZISDU (Uradni list RS, št. 6/94, 68/96, 25/97, 10/98).

lasti le 24 % družb za upravljanje. Med pravnimi osebami so v ospredju seveda banke (okrog 45-odstotni lastniki DZU-jev), zavarovalnice (15 %) in ostale finančne institucije (16 %). Družbe za upravljanje, ki so v večinski lasti bank in zavarovalnic so (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 70):

- Abančna DZU (100-odstotna last Abanke),
- Avip DZU (100-odstotna last Banke Vipava),
- KBM Infond DZU (v skoraj 70-odstotni lasti Nove Kreditne banke Maribor, 15 % ima tudi Zavarovalnica Maribor),
- LB Maksima DZU (100-odstotni lastnik je Bančna skupina Nove Ljubljanske banke),
- Nacionalna finančna družba (štiri banke in ena zavarovalnica imajo enakovredne deleže po 18,76 % – skupaj skoraj 94 %: Abanka, Banka Celje, Dolenjska banka, Gorenjska banka in Zavarovalnica Adriatic),
- Probanka DZU (v 100-odstotni lasti Probanke) in
- Triglav DZU (skoraj 80-odstotna lastnica je Zavarovalnica Triglav).

V ostalih družbah za upravljanje imajo pomembnejše deleže tudi fizične osebe, Krekova družba DZU je celo v celoti v lasti fizičnih oseb. Zakon tudi določa, da tuje fizične in pravne osebe lahko posredno ali neposredno pridobijo skupno več kot 20 % delnic oziroma poslovnih deležev družbe za upravljanje le s soglasjem Agencije za trg vrednostnih papirjev.⁴

3.2. DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE NA SLOVENSKEM KAPITALSKEM TRGU

V Sloveniji je na dan 31. 8. 2001 delovalo 20 družb za upravljanje, ki so upravljale s skupno 58 investicijskimi skladi, od tega s štiridesetimi pooblaščenimi investicijskimi družbami in osemnajstimi vzajemnimi skladi. Od tega je (glej Tab. 6 na str. 11) 9 družb za upravljanje upravljalo samo pooblaščenice investicijske družbe, 2 družbi za upravljanje sta upravljali samo vzajemne sklade, 9 družb pa je upravljalo obe vrsti investicijskih skladov – tako pooblaščenice investicijske družbe kot tudi vzajemne sklade.

Tabela 6: Družbe za upravljanje ter njihove pooblaščenice investicijske družbe in vzajemni skladi na dan 31. 8. 2001

	Družba za upravljanje	Pooblaščenice investicijska družba	Vzajemni sklad
1.	Abančna DZU	-	Polžek Zajček Sova
2.	Aktiva DZU	Atena 1. Sklad Aktiva Avant 1	-
3.	Arkada DZU	Arkada 1 Arkada 2	-

⁴ 8. člen ZISDU (Uradni list RS, št. 6/94, 68/96, 25/97, 10/98).

		Arkada 3	
4.	Avip DZU	Vipa Invest Nanos Vipa Invest Soča	Vipek
5.	Capinvest DZU	PID Capinvest 2 Kompas 2 Kompas 4	-
6.	Certius DZU	Nika PID Nika PID 1 Nika PID 2	-
7.	DUS Krona	Krona Senior Krona Krona	-
8.	Ilirika DZU	-	Modra Kombinacija
9.	Intara DZU	Mercata Mercata 1	-
10.	KBM Infond DZU	Infond Zlat	VS Delniški VS Hrast VS SPD
11.	Kmečka družba DZU (Skupina Kmečka družba)	PID Kmečka družba ID Kmečka družba	Galileo KD Bond Rastko
12.	Krekova družba DZU	PID Zvon 1 PID Zvon 2	Skala
13.	LB Maksima	Pomurska investicijska družba 1 Pomurska investicijska družba 2 Maksima 1	LBM Piramida
14.	Nacionalna finančna družba	NFD 1 NFD 2	-
15.	Primorski skladi	Modra Linija Modra Linija 2 Modra Linija 3	Pika Živa
16.	Probanka DZU	Zlata moneta 1 Zlata moneta 2	Alfa
17.	Pulsar DZU	Trdnjava Trdnjava 1	-
18.	S Hram DZU	Plod Setev Trgatev	-
19.	Triglav DZU	Triglav Steber I Triglav Steber II	Renta
20.	Vizija DZU	DBP Vizija	Dolenjski VS

Vir: Podatki Združenja družb za upravljanje. [URL: <http://www.zdu-giz.si>], 15. 9. 2001.

3.2.1. Največje družbe za upravljanje

Kot merilo velikosti družbe za upravljanje se navadno vzame velikost sredstev, ki so bila v danem trenutku izkazana na aktivah pooblaščenih investicijskih družb in vzajemnih skladov, ki jih ima posamezna družba za upravljanje v upravljanju. Največji delež vseh sredstev, s katerimi upravljajo posamezne družbe za upravljanje, predstavljajo pooblašcene investicijske družbe, in sicer kar dobrih 97 % vseh sredstev v upravljanju. Iz tega sledi, da imajo vzajemni skladi precej skromen delež v sredstvih, s katerimi upravljajo posamezni DZU-ji, le dobra dva odstotka.

Tabela 7: Največjih osem družb za upravljanje po seštevku vrednosti sredstev pooblaščenih investicijskih skladov in vzajemnih skladov s katerimi so upravljale, v Sloveniji na dan 31. 8. 2001 z NLC in brez NLC

DZU	Vrednost (v 000 SIT) z NLC	DZU	Vrednost (v 000 SIT) brez NLC
NFD	81.693.154	NFD	51.407.445
KBM Infond DZU	67.317.684	KBM Infond DZU	50.411.051
Triglav DZU	66.396.686	Triglav DZU	44.265.439
Aktiva DZU	57.499.976	Aktiva DZU	36.832.574
LB Maksima	48.948.390	Krekova družba DZU	33.130.452
Krekova družba DZU	46.592.104	LB Maksima DZU	31.884.546
Kmečka družba DZU	40.342.980	Probanka DZU	17.890.872
Probanka DZU	26.553.710	AVIP DZU	16.004.401

Legenda: NLC – neizkoriščeni lastniški certifikati

Vir: Prikaz strukture naložb pooblaščenih investicijskih družb in vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31. 8. 2001. [URL: <http://zdu-giz/docs/ISM1-200108.xls>], 12. 9. 2001.

3.3. TENDENCE NA PODROČJU DRUŽB ZA UPRAVLJANJE

V Sloveniji je bilo na trgu kapitala na dan 31. 12. 1997 25 družb za upravljanje in 69 pooblaščenih investicijskih družb, tri leta pozneje pa se je število obeh občutno zmanjšalo, predvsem število PID-ov. Poznavalci pravijo, da je bilo število družb za upravljanje sorazmerno veliko (glede na majhnost slovenskega trga kapitala) predvsem zaradi tega, ker je bila na tem področju zaradi nove dejavnosti pričakovana višja (visoka) stopnja donosnosti. V prihodnosti se pričakuje, da se bo število družb za upravljanje še zmanjšalo, predvsem zaradi (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 103):

- odvzema licenc,
- konkurence,
- združevanja oz. povezovanja med družbami za upravljanje in med njihovimi lastniki,
- prenehanja razlogov za njihov obstoj,

- prevzema pooblaščenih investicijskih skladov s prevzemom lastništva nad njimi s strani povezanih oseb.

V dosedanji »zgodovini« poslovanja družb za upravljanje so dovoljenje (odvzem licence) izgubile štiri družbe za upravljanje in sicer (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 69):

- v letu 1996: DZU Dadas (znamenita afera, še vedno brez epiloga); ta družba je upravljala štiri vzajemne sklade (Diver, Herman Celjski, Neli II in Rastko I), ki jih je pozneje v upravljanje prevzela Kmečka družba DZU,
- v letu 1997: Divida DZU, ki je upravljala dva PID-a, in sicer Kompas 1 in Kompas 2, ki jih danes upravlja Capinvest DZU in A-Trust DZU, ki je upravljal PID-a Trdnjava in Trdnjava 1, ki ju danes upravlja DZU Pulsar,
- v letu 1998: Nika DUS, ki je upravljala 3 PID-e, in sicer Nika PID, Nika PID 1 in Nika PID 3, ter tri vzajemne sklade (Nika delniški, Nika SPD, Miha). Upravljanje PID-ov je prevzela Certius DZU, vzajemne sklade pa KBM Infond DZU.

Zanimivo je, da so bili prav vsi štirje odvzemi licenc storjeni prav družbam za upravljanje, ki so bile v večinski lasti fizičnih oseb. Odvzem licence pomeni, da se morajo nadzorni sveti investicijskih skladov, ki jih upravlja posamezna družba odločiti, da jih bo upravljala druga družba za upravljanje.

V prihodnosti bo na slovenskem kapitalskem trgu prišlo do koncentracije in združevanja kapitala predvsem na področju bančništva, kar pomeni, da bo posredno prišlo do združevanja med lastniki družb za upravljanje, to pa bo privedlo tudi do združevanja med samimi družbami za upravljanje. Prvi tak primer je združitev Pomurske DZU in LB Maksime DZU v juniju leta 2001.

Pomembno bo na zmanjševanje števila družb za upravljanje vplivalo tudi preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb, ki se jim zakoniti rok za preoblikovanje izteče 13. julija leta 2002. Če bi se namreč večje število pooblaščenih investicijskih družb odločilo za preoblikovanje v redno delniško družbo oziroma holding, bi družbe za upravljanje tako izgubile razlog za obstoj, seveda predvsem tiste, ki upravljaajo samo pooblaščene investicijske družbe.

4. POBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE V SLOVENIJI

4.1. NASTANEK IN PRAVNI OKVIR DELOVANJA POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB V SLOVENIJI

4.1.1. Nastanek pooblaščenih investicijskih družb in odprava družbene lastnine v Sloveniji

Investicijski skladi v Sloveniji so od svojega začetka prehodili povsem drugačno pot kot večina investicijskih skladov drugod po svetu. Niso namreč nastali po običajni poti, ampak so bili »izkoriščeni« kot ključni subjekti odprave družbene lastnine. Investicijski skladi v Sloveniji so se v večjem oz. pomembnejšem številu pojavili šele z odpravo družbene lastnine nefinančnih podjetij oz. odpravo razmer, ko nobena fizična ali pravna oseba ni imela terjatev do podjetja v višini tistega dela pasive, kjer ne gre za dolgove do bank ali drugih upnikov (Ribnikar, 1998, str. 60). Vzrok nastanka slovenskih investicijskih skladov je podoben kot v drugih državah osrednje in vzhodne Evrope. Investicijski skladi v Sloveniji so bili prvič omenjeni kot subjekti lastninjenja v Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/92, 7/93, 31/93 in 43/93), ki je bil sprejet novembra 1992. Način ustanovitve investicijskih skladov in način njihovega poslovanja pa je dokončno uredil Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94, 68/96, 25/97 in 10/98), ki je bil sprejet v marcu 1994 in bo podrobneje predstavljen v petem poglavju.

Slovenija je kot rečeno, decembra leta 1992 pričela proces odprave družbene lastnine. V ta namen je med državljane Republike Slovenije brezplačno razdelila lastniške certifikate, ki so jih državljani lahko porabili na več načinov. Lahko so (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 42):

- kupili delnice podjetij, ki so se preoblikovala z javno prodajo delnic,
- pridobili delnice v okviru notranje razdelitve v podjetju, kjer so bili zaposleni,
- pridobili delnice PID-ov ali
- kupili delnice ali drugo premoženje, ki se je ponujalo v zamenjavo za lastniške certifikate.

Večina državljanov se je odločila za vlaganje svojih lastninskih certifikatov v delnice pooblaščenih investicijskih družb. Država je za namene lastninskega preoblikovanja podjetij izdala za dobrih 567 milijard tolarjev lastniških certifikatov. V delnice pooblaščenih investicijskih družb je svoje certifikate vložilo kar 57,6 % državljanov. To pomeni, da je bilo v PID-e vloženih za okrog 330 milijard tolarjev certifikatov. Nekaj certifikatov so državljani vložili tudi v podjetja, ki so se preoblikovala z javno prodajo delnic, ostali certifikati pa so do danes ostali neizkoriščeni. PID-i so tako z odpravo družbene lastnine postali pomembni lastniki podjetij.

Osnovna shema za razdelitev družbenega premoženja (18. člen Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij) je bila sledeča:

- 40 % družbenega kapitala se prenese institucionalnim lastnikom (20 % dobi Sklad za razvoj z namenom nadaljnje razdelitve tega kapitala PID-om, 10 % se prenese na Odškodninski sklad za pokrivanje finančnih potreb v postopkih denacionalizacije, 10 % pa dobi kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja),
- 20 % družbenega kapitala je namenjeno brezplačni notranji razdelitvi delnic v zameno za lastniške certifikate,
- 40 % družbenega kapitala pa je namenjeno odplačni privatizaciji z zakonsko določenimi načini oz. kombinacijo načinov: notranjim odkupom delnic, javnim razpisom z zbiranjem ponudb, javno prodajo delnic, lastninskim preoblikovanjem z večanjem osnovnega kapitala podjetja in metodo prodaje vseh sredstev podjetja.

Podjetja so svoj »družbeni kapital« najprej v obliki navadnih delnic prenesla na tedanji Sklad za razvoj (današnja Slovenska razvojna družba). Sklad za razvoj je omenjeni kapital prodal PID-om v zameno za lastninske certifikate, ki so jih le-ti zbrali. S pridobljenim kapitalom so PID-i pridobili osnovo oz. vir za svoje delovanje.

Vendar se je zaradi nespametnega načina odprave družbene lastnine pojavil problem, imenovan »privatizacijski primanjkljaj«. Ta je opredeljen kot razlika med vrednostjo izdanih lastniških certifikatov in vrednostjo družbenega kapitala podjetij, ki ga je država namenila za brezplačno razdelitev. Natančneje povedano, privatizacijski primanjkljaj je razlika med nominalno vrednostjo osnovnih certifikatov PID-ov in vrednostjo premoženja (ugotovljenega na dan 1. 1. 1993), ki je bil namenjen PID-om. Naloga tega diplomskega dela ni ukvarjati se s problematiko procesa odprave družbene lastnine v Sloveniji in nastankom privatizacijskega primanjkljaja, skušal bom le prikazati vlogo PID-ov v procesu odprave družbene lastnine.

Vlada je PID-om že večkrat ponudila premoženje za odpravo privatizacijske vrzeli, a so PID-i predlog premoženja vsakokrat gladko zavrnilo z utemeljitvijo, da to premoženje ni dovolj kvalitetno. Na dan 30. 6. 2001 je bilo stanje neizkoriščenih lastniških certifikatov med sredstvi PID-ov na ravni 178,41 milijarde tolarjev. Vendar to ni višina premoženja, ki ga mora država zagotoviti PID-om za pokritje privatizacijske vrzeli. Vlada bo PID-om ponudila premoženje po vrednostih na dan 1. 1. 1993, ko je bilo njihovo premoženje tudi ugotovljeno. Delnice in poslovni deleži se namreč prodajajo po vrednosti, ki so jo imeli na omenjeni datum. Tako znaša obveznost države do PID-ov v letu 2001 še dobrih 84 milijard tolarjev.

Najnovejše predlagano premoženje s strani države v septembru 2001 naj bi PID-i vendarle sprejeli. Vlada je PID-om že ponudila premoženje za zapolnitev privatizacijske vrzeli v vrednosti 76,5 milijarde tolarjev. S tem premoženjem bo vlada zapolnila večino 84,5 milijarde tolarjev globokega primanjkljaja. Vlada se je tudi obvezala, da bo preostalih osem milijard tolarjev premoženja, namenjenega prvemu pokojninskemu skladu, zagotovila v treh mesecih po predaji premoženja PID-om.

V zvezi s pokrivanjem privatizacijskega primanjkljaja seveda ne smemo prezreti kvalitete premoženja, ki bo temu pokrivanju namenjeno. Če bo država PID-om namenila slabo kvalitetno premoženje, se bo prevelik delež netržnih naložb v sredstvih PID-ov povečal še za dodatno netržno premoženje. Tako bodo PID-i postali odlagališče manjvrednega premoženja in še naprej ne bodo dosegli ravni normalnih finančnih institucij.

Tabela 8: Najnovejše predlagano premoženje za predajo PID-om

Vrsta premoženja	Vrednost na dan 1. 1. 1993 (v mlrd SIT)
Deleži podjetij, prenesenih iz KAD in SOD	9,6
deleži SRD-ovih podjetij	36,7
deleži termoelektrarn in hidroelektrarn	13,9
delež elektrodistribucijskih podjetij	6,7
deleži cestnih podjetij	1,2
ostale kapitalske naložbe Republike Slovenije	8,2
SKUPAJ	76,5

Legenda: KAD – Kapitalska družba

SOD – Slovenska odškodninska družba

SRD – Slovenska razvojna družba

Vir: Grgič, 2001, str. 14.

4.1.2. Zakonski okvir delovanja pooblaščenih investicijskih družb

Pooblaščen investicijski skladi spadajo med investicijske sklade zaprtega tipa. Na pasivni strani teh skladov so delnice, na aktivni pa premoženje oziroma naložbe posameznega PID-a. Delnice PID-ov kotirajo na prostem trgu Ljubljanske borze. Investitor od sklada ne more zahtevati, da odkupi njegov papir, ampak ga mora prodati na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev. Vrednost osnovnega kapitala je opredeljena s nominalno vrednostjo in številom izdanih in prodanih delnic v primarni izdaji (Pahor, 2000, str. 91).

Področje pooblaščenih investicijskih družb okvirja Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki je bil sprejet leta 1994. Pooblaščen investicijska družba je definirana kot »investicijska družba, ustanovljena izključno z namenom zbiranja lastniških certifikatov in odkupa delnic, ki so jih podjetja izdajala v procesih lastninskega preoblikovanja«.

Pooblaščen investicijsko družbo je lahko ustanovila le pooblaščen družba za upravljanje. Minimalni osnovni kapital PID-a znaša 100 milijonov tolarjev, doseže pa lahko največ 10 milijard tolarjev. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje določa, da se morajo investicijski skladi uskladiti z določbami zakona, ki veljajo za redne investicijske sklade. Najprej je bil ta rok 13. 3. 2004 (10 let od uveljavitve zakona), kasneje pa se je ta rok skrajšal za skoraj dve leti. PID-i se morajo tako uskladiti z zakonom oziroma se preoblikovati v drugo organizacijsko obliko najkasneje do 13. julija 2002. Sicer pa bo več o

novih določbah v zvezi z naložbami PID-ov povedanega v petem poglavju o predlogu novega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1).

4.2. NAJVEČJE POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE V SLOVENIJI

Merilo za velikost pooblaščenih investicijskih družb seveda predstavlja vrednost sredstev na aktivih posameznega PID-a. Največji PID po vrednosti sredstev na dan 31. 8. 2001 je bil PID Infond Zlat, katerega vrednost vključno z neizkoriščenimi lastniškimi certifikati je znašala dobrih 66 milijard tolarjev, kar je za skoraj 15 milijard tolarjev več od PID-a Atena 1. Lestvica velikosti PID-ov, prikazana v naslednji tabeli, se ne spremeni bistveno, tudi če ne upoštevamo neizkoriščenih lastniških certifikatov.

Tabela 9: Največjih pet pooblaščenih investicijskih družb po vrednosti sredstev v Sloveniji na dan 31. 8. 2001 z NLC in brez NLC

PID	Vrednost (v 000 SIT) z NLC	PID	Vrednost (v 000 SIT) brez NLC
Infond Zlat	66.843.059	Infond Zlat	50.411.051
Atena 1. Sklad	52.020.426	Atena 1. Sklad	36.311.492
NFD 2 IS	51.328.651	Triglav Steber I	33.535.260
Maksima 1	34.678.647	NFD 1 IS1	30.364.503
Triglav Steber I	33.535.260	PID Zvon Ena	25.488.590

Legenda: NLC – neizkoriščeni lastniški certifikati

Vir: Prikaz strukture naložb pooblaščenih investicijskih družb in vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31. 8. 2001. [URL: <http://zdu-giz/docs/ISM1-200108.xls>], 12. 9. 2001.

Skupna vrednost sredstev največjih petih PID-ov na obravnavani dan je znašala 238,40 milijarde tolarjev, kar pomeni dobrih 44 % sredstev vseh PID-ov skupaj.

4.3. PROMET Z DELNICAMI POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB

V letu 2000 so je bilo z delnicami pooblaščenih investicijskih družb opravljenih za skoraj 63 milijard tolarjev prometa, na vseh trgih Ljubljanske borze z vsemi vrednostnimi papirji pa je skupni promet dosegel 269.617 milijonov tolarjev prometa. To pomeni, da so delnice PID-ov dosegle 23,3-odstotni delež v celotnem vrednostnem obsegu prometa na Ljubljanski borzi. Kot je omenjeno že v točki 2.1.1., je bilo daleč največ poslov sklenjenih z delnicami pooblaščenih investicijskih družb.

Na dan 31. 12. 2000 je tržna kapitalizacija delnic PID-ov predstavljala dobrih 15 % tržne kapitalizacije celotnega trga oz. okrog 53 % tržne kapitalizacije prostega trga. Tržna kapitalizacija delnic PID-ov je vse od leta 1998 močno naraščala. Na dan 31. 12. 1998 je znašala 82 milijard tolarjev, na dan 31. 12. 1999 pa že 124.881 milijonov tolarjev. Nekoliko

se je zmanjšala v prvem polletju leta 2001, saj je na dan 30. 6. 2001 tržna kapitalizacija znašala dobrih 142 milijard tolarjev. Iz navedenih podatkov lahko vidimo, da so delnice pooblaščenih investicijskih družb predstavljale najpomembnejši del prostega trga na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev, tako po tržni kapitalizaciji kot tudi po vrednostnem obsegu prometa.

4.3.1. Najbolj prometne delnice pooblaščenih investicijskih družb

V letu 2000 je bilo največ prometa opravljenega z delnico PID-a Infond Zlat, ki ga upravlja družba za upravljanje KMB Infond DZU. Z delnicami petih najbolj prometnih PID-ov je bilo v letu 2000 opravljenega skoraj 45 % celotnega prometa z delnicami PID-ov. Sicer pa najbolj prometne delnice PID-ov prikazuje naslednja tabela:

Tabela 10: Najbolj prometne delnice pooblaščenih investicijskih družb v letu 2000

PID	Promet (v mlrd SIT)	Delež v celotnem prometu z delnicami PID-ov (v %)
Infond Zlat	9,7	15,5
NFD 1	6,6	10,5
Zlata Moneta 1	4	6,4
Triglav Steber 1	3,8	6
Maksima 1	3,6	5,7
SKUPAJ vsi PID-i	62,8	100

Vir: Trg vrednostnih papirjev v letu 2000, 2001, str. 20.

V prvem polletju leta 2001 se stanje ni bistveno spremenilo. Vrednostni promet z delnicami PID-ov je sicer upadel, a so najbolj prometni PID-i ostali skoraj isti kot v letu 2000. Med najbolj prometnimi PID-i v prvem polletju leta 2001 so bili Infond Zlat, Atena 1, Zlata Moneta 1, Zvon 1 in Triglav Steber II. Pet najbolj prometnih delnic PID-ov, seveda z upoštevanjem svežnjev, je predstavljalo 58,55 % prometa z delnicami PID-ov.⁵ Vidimo, da se je ta odstotek glede na leto 2000 dvignil za skoraj 15 odstotnih točk.

Indeks pooblaščenih investicijskih družb (PIX), ki ga izračunava Ljubljanska borza vrednostnih papirjev in ki kaže gibanje delnic PID-ov, je v letu 2000 zabeležil 2,51-odstotno rast. Leto 2000 je začel pri vrednosti 1.483,41 točke, končal pa pri vrednosti 1.520,70 točke. Absolutna sprememba v letu 2000 je torej znašala 37,29 točke. Najvišjo vrednost je indeks PIX dosegel v mesecu januarju in sicer 1.572,13 točk, najnižjo pa v maju (1.097,07 točk). V prvem polletju leta 2001 je indeks PIX zabeležil negativno rast v višini skoraj 11 odstotkov. Maksimalna vrednost indeksa PIX v njegovi zgodovini je bila 1.633,77 točke in sicer 19. 10.

⁵ Polletno statistično poročilo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev za prvo polletje leta 2001. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Statpoda/Poll2001.pdf>], 14. 7. 2001.

1999. Takrat je na njegovo rast seveda najbolj vplivala možnost izbire oz. zamenjave delnic PID-ov za pokojninske bone, ki jih je mogoče do 13. julija 2002 zamenjati za polico dodatnega pokojninskega zavarovanja Prvega pokojninskega sklada. Na koncu je to možnost izkoristilo le malo delničarjev PID-ov. Za pokojninske bone je bilo namreč zamenjanih le okrog 5 % delnic pooblaščenih investicijskih družb.

4.3.2. Donosnost delnic pooblaščenih investicijskih družb

Ugotoviti velja, da je bilo lansko poslovanje PID-ov še slabše od njihovega poslovanja v letu 1999. Večina PID-ov je namreč poslovala z izgubo, »pozitivnih« je bilo le 5 pooblaščenih investicijskih družb (Kocuvan, 2001, str. 1). Glavna vzroka za negativno poslovanje sta predvsem dva in sicer uvrstitve mnogih podjetij, ki so jih imeli PID-i v portfelju, na borzo in pa dražbe podjetij s strani Slovenske razvojne družbe v tistih PID-ih, ki so še imeli certifikate. PID-i so v obeh primerih morali zmanjšati vrednosti, po katerih so vodili svoje naložbe (Kocuvan, 2001a, str. 4). Seveda PID-i ne bodo mogli realno oceniti svoje vrednosti, dokler se ne bodo znebili neizkoriščenih lastniških certifikatov.

Tabela 11: Pet najbolj in najmanj donosnih delnic PID-ov v letu 2000

PID	Donosnost (v %)	PID	Donosnost (v %)
Pulsar	4,4	Maksima 2	-28,2
Triglav Steber I	1,9	NFD 2	-30,7
Trdnjava 1	1,6	Pomurska ID 2	-31,7
Plod	0,9	Triglav Steber 2	-32,1
Zvon 1	0,7	Maksima 3	-36,9

Vir: Kocuvan, 2001a, str. 4.

4.4. STRUKTURA NALOŽB SREDSTEV POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB

Kot je razvidno iz tabele 12, je bila skupna vrednost premoženja vseh pooblaščenih investicijskih družb na dan 31. 12. 2000 573,5 milijard tolarjev, na dan 30. 6. 2001 pa je skupna vrednost znašala 543,5 milijard tolarjev. Skupna vrednost premoženja PID-ov se je zmanjšala za 30 milijard tolarjev. Če pogledamo vertikalni prerez naslednje tabele, lahko opazimo, da imajo nekatere postavke aktive (denarna sredstva, terjatve, kratkoročni vrednostni papirji, depoziti v bankah in drugih finančnih organizacijah in nepremičnine) zanemarljiv delež v celotni vrednosti sredstev. Najpomembnejši del premoženja predstavljajo naložbe v dolgoročne vrednostne papirje, obveznice in delnice. Naložbe v delnice na domačem trgu predstavljajo kar 57 % vrednosti premoženja pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji.

Zaskrbljujoč je podatek, da nobeden izmed PID-ov nima naložb v tuje vrednostne papirje. Strokovnjaki so enotni, da se bo morala zastopanost tujih vrednostnih papirjev na aktivah

posameznih PID-ov nujno povečati, saj bo slovenski trg postal premajhen. Slovenski trg kapitala je namreč v fazi koncentracije lastništva (pri čemer imajo PID-i zelo pomembno vlogo), kar posledično vodi v zmanjševanje števila vrednostnih papirjev na trgu. To pomeni, da PID-om v bližnji prihodnosti samo domači »manevrski prostor« ne bo zadostoval, ampak se bodo morali začeti ozirati po vlaganju v tuje vrednostne papirje. Dejstvo je tudi, da je domači trg vrednostnih papirjev premalo likviden in so delnice večine slovenskih podjetij podcenjene. Seveda majhnost slovenskega kapitalskega trga ni edini razlog za oziranje po tujih borznih trgih. Znano je, da so donosi na tujih trgih vrednostnih papirjev neprimerno višji kot (trenutno) na domačem.

Tabela 12: Prikaz agregatne strukture naložb pooblaščenih investicijskih družb na dan 31. 12. 2000 in 30. 6. 2001

	Postavka aktive	31. 12. 2000		30. 6. 2001	
		Vrednost (v mio SIT)	Delež (v %)	Vrednost (v mio SIT)	Delež (v %)
1.	Denarna sredstva	493,4	0,09	673,3	0,12
2.	Terjatve	5.666,5	0,99	12.005	2,2
3.	Kratkoročni VP (skupaj)	114,5	0,02	297,1	0,05
3.1.	Republike Slovenije	114,5	0,02	297,1	0,05
4.	Dolgoročni VP (skupaj)	332.355,4	57,95	309.864,8	56,81
4.1.	Domači (skupaj)	332.355,4	57,95	309.864,8	56,81
4.1.1.	OBVEZNICE (skupaj)	4.292,1	0,75	3.162,5	0,58
4.1.1.1.	Republike Slovenije	1.464,4	0,26	1.592,9	0,29
4.1.1.2.	Druge obveznice	2.827,7	0,49	1.569,5	0,29
4.1.2.	DELNICE (skupaj)	328.063,3	57,20	306.704,2	56,23
4.1.2.1.	Na organiziranem trgu	128.701,8	22,44	123.839,3	22,70
4.1.2.2.	Na neorganiziranem trgu	199.361,5	34,76	182.864,9	33,53
5.	Ostali VP	46.590,6	8,12	35.213,6	6,46
6.	Depoziti v banki in DFO	3.456,3	0,60	8.518,9	1,56
7.	Nepremičnine	546,9	0,10	474,3	0,09
8.	Neizkoriščeni LC	184.289,5	32,13	178.410,0	32,71
9.	SKUPAJ (1+2+3+4+5+6+7+8)	573.513,1	100,00	545.437,6	100
10.	Skupaj brez LC	389.223,6	67,87	367.027,6	67,29

Legenda: VP – vrednostni papir

DFO – druge finančne organizacije

LC – lastniški certifikati

Vir: Prikaz strukture naložb pooblaščenih investicijskih družb in vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31. 12. 2000. [URL: <http://zdu-giz/docs/ISM1-2000-12.xls>], 14. 4. 2001. in in Prikaz strukture naložb pooblaščenih investicijskih družb in vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 30. 6. 2001. [URL: <http://zdu-giz/docs/ISM1-200106.xls>], 14. 7. 2001.

PID-i v Sloveniji se od investicijskih skladov v razvitem svetu ločijo tudi po dveh lastnostih, ki nista značilna za investicijske sklade v tujini. Prva lastnost je to, da imajo PID-i v Sloveniji pretežen del naložb v netržne in nelikvidne delnice podjetij. Druga lastnost pa je tudi pogosta koncentracija lastništva v posameznih podjetjih, kar tudi ni naloga PID-ov. Tako so PID-i postali lastniki okrog 20 % delnic slovenskih podjetij pred preoblikovanjem in praktično nobena pomembna združitev se ne more odviti brez oziroma mimo njih.

Zelo visok in seveda nezaželen delež v celotnem premoženju pooblaščenih investicijskih družb predstavljajo tudi neizkoriščeni lastniški certifikati. V letu 2000 so lastniški certifikati predstavljali v povprečju skoraj tretjino sredstev PID-ov. Ta podatek kaže na nujnost zapolnitve privatizacijske vrzeli in na začetek preoblikovanja PID-ov. Na dan 31. 8. 2001 namreč le 9 izmed 40 pooblaščenih investicijskih družb na svoji aktivni ni izkazovalo neizkoriščenih lastninskih certifikatov. Te pooblaščne investicijske družbe se popularno imenujejo »polni PID-i«. To so bili PID-i Vipa Invest Nanos, ID Kmečka družba, Zvon 1, Krona Krona, Pomurska investicijska družba 1, Nacionalna finančna družba 1, Zlata Moneta 1, Trdnjava 1 in Triglav Steber 1.

4.5. PREOBLIKOVANJE IN ZMANJŠEVANJE ŠTEVILA POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB

4.5.1. Združevanje pooblaščenih investicijskih družb

Kot je bilo v tem diplomskem delu že povedano, se število PID-ov vseskozi zmanjšuje. V zadnjih letih se je to zmanjševanje pojavljalo predvsem na račun združevanja med PID-i in ne na račun preoblikovanja, ki se odvija v tem času, ko se PID-om že mudi, ker se zakonski rok izteka, država pa ga ni pripravljena podaljšati.

Temeljna lastnost dosedanjega združevanja je združevanje pooblaščenih investicijskih družb znotraj posamezne družbe za upravljanje. V nadaljevanju bom predstavil le nekaj najpomembnejših združitvev (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 261):

- PID-a Nacionalna finančna družba 1 in Nacionalna finančna družba 2 sta nastala z združitvijo šestih PID-ov (Štajerski IS, Gorenjski IS, Prvi IS, Dolenjski IS, Adriatic IS in NFD IS) znotraj Nacionalne finančne družbe DZU,
- PID Kmečka družba je nastal z združitvijo PID-ov Kmečki sklad 1, Kmečki sklad 2, Kmečki sklad 3 in Kmečki sklad 4,
- PID Infond Zlat je nastal s pripojitvijo PID-ov PID Infond Stolp, PID Infond Center in PID Infond Areh,
- Atena 1. sklad je nastal s pripojitvijo PID-ov Atena 2 in Atena 3 PID-u Atena 1 in preimenovanju le-tega v Atena 1. sklad,
- PID Maksima pa je nastal avgusta letos in sicer z združitvijo PID-ov Maksima 1, Maksima 2 in Maksima 3.

4.5.2. Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb

Ta točka diplomskega dela podrobneje obravnava problematiko PID-ov in njihove prihodnje vloge na slovenskem kapitalskem trgu. PID-i se morajo namreč preoblikovati v »normalne« ustanove kapitalskega trga, kot jih poznajo v razvitem svetu, kjer tudi igrajo pomembno vlogo kot finančni posredniki.

Zakon predvideva, da naj bi se trenutne pooblašcene investicijske družbe do 13. julija leta 2002 preoblikovale v eno izmed treh možnih oblik:

- v vzajemni sklad (VS),
- v investicijsko družbo (ID) ali
- v redno delniško družbo oziroma holding

Seveda pa pred preoblikovanjem obstaja še kup nerešenih problemov. Najhujši problem je (zaenkrat) še nedokončan postopek odprave družbene lastnine, ki pušča PID-e v negotovosti glede premoženja, ki jim ga bo namenila država. Tako se PID-i, ki imajo v svojih aktivah še veliko neizkoriščenih certifikatov ne morejo odločiti, kako bi se preoblikovali. Veliko PID-ov, ki so napovedali svoje preoblikovanje se je odločilo za razdelitev na 3 nove družbe, namreč na ID, PID in holding. To delitev je prva » uvedla« Kmečka družba, ki je svoje premoženje razdelila na omenjeni način. Velik problem predstavlja tudi zakonodaja, saj se postopek sprejetja novega Zakona o investicijskih družbah in družbah za upravljanje vleče in državni zbor ne more zagotoviti, da bo sprejet še v letošnjem letu, kot je bilo sprva načrtovano.

Tabela 13: Kako naj bi se preoblikovalo premoženje pooblaščenih investicijskih družb

Oblika premoženja	Vrednost (v mio SIT)	Način preoblikovanja
Tržne delnice	128.701,8	Pretežno v ID ali VS, razen kvalificiranih deležev
Netržne delnice	199.361,5	Pretežno v holding
Drugi vrednostni papirji	46.590,6	V holding
Certifikati	184.289,5	V holding
Skupno premoženje PID-ov	573.513,1	

Legenda: ID – investicijska družba

VS – vzajemni sklad

Vir: Podatki Združenja družb za upravljanje. [URL: <http://www.zdu-giz.si>], 15. 9. 2001.

143. člen Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje je prepovedoval PID-om preoblikovanje v redno delniško družbo pred 13. 3. 2000. Po tem datumu pa se PID-i lahko preoblikujejo in sicer na podlagi sklepa skupščine delničarjev o spremembi dejavnosti.

Kljub temu so se nekateri PID-i preoblikovali že pred začetkom moratorija oz. že pred februarjem leta 1998. To so bili PID-i Capinvest, Zlati medaljon, Kompas sklad 3, Aktiva avant 3 in Dadas 1. Vsi omenjeni PID-i so se preoblikovali v holdinge.

Po preteku tega moratorija in vključno do konca avgusta leta 2001 je Agencija za trg vrednostnih papirjev ugodila devetim vlogam za preoblikovanje PID-ov (glej Tab. 14 na str. 24). ATVP sicer prispele vloge rešuje v šestih mesecih od prejema, kar je precej dolga doba. Agencija zatrjuje, da je ta doba tako dolga zaradi pomanjkanja kadrov in navala vlog za preoblikovanje, prenos odločitev in odgovornosti na tretjo osebo (v tem primeru revizorje) pa tudi ni mogoč.

Tabela 14: Pooblašcene investicijske družbe, ki so že dobile odločbe o preoblikovanju

PID	Način preoblikovanja	Izdaja odločbe
Kmečka družba	1/3 holding, 1/3 PID, 1/3 ID	december 2000
Mercata	50 % holding, 50 % PID	december 2000
Mercata 1	50 % holding, 50 % PID	december 2000
Certius	v celoti v holding	december 2000
Kompas sklad 1	v celoti v holding	julij 2001
Pomurska investicijska družba 2	50 % holding, 50 % PID	julij 2001
Pulsar	v celoti v holding	julij 2001
Trdnjava 1	v celoti v holding	avgust 2001
Kompas sklad 4	30 % v holding, 70 % v PID	avgust 2001

Vir: Podatki Združenja družb za upravljanje. [URL: <http://www.zdu-giz.si>], 15. 9. 2001.

Seveda lahko Agencija za trg vrednostnih papirjev prispele vloge tudi zavrne, kot se je to zgodilo v primeru PID-a Modra linija⁶. Najpogostejša razloga za zavrnitev vloge sta neustrezna shema oziroma način preoblikovanja in pa nepopolnost oz. površnost pri izpolnjevanju.

4.5.3. Pravila za preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb in problemi v zvezi s preoblikovanjem

Kot je omenjeno v prejšnji točki, imajo PID-i na voljo 3 pravnoorganizacijske oblike, v katere se lahko preoblikujejo. Medtem, ko preoblikovanje v (morebitni) vzajemni sklad ali investicijsko družbo ne predstavlja nobenih posebnih težav Agenciji za trg vrednostnih papirjev, preoblikovanje PID-ov v holdinge povzroča nemalo pritiskov na Agencijo. Pravila preoblikovanja v holding in pravila razdružitve v PID ter ID niso nikjer natančneje opredeljena, zato Agencija na tem področju sama orje ledino (Toplak, 2001d, str. 4).

⁶ PID Modra linija se je želel razdružiti na 3 dele, in sicer 27 % na PID, 33 % na holding, 40 % premoženja pa so želeli prenesti na ID.

Posledica preoblikovanja PID-ov v investicijske sklade in holdinge, ki je v Sloveniji trenutno tudi najbolj verjetna, bo tudi razdelitev sedanjih naložb med obe organizacijski obliki. Investicijski skladi, ki bodo prevzeli predvsem tržni portfelj, se bodo ukvarjali z upravljanjem portfeljev (zaračunavali bodo upravljalsko provizijo), holdingi pa bodo postali samostojna podjetja (delniške družbe) in bodo odšli izpod nadzora Agencije za trg vrednostnih papirjev. To je tudi bistvena razlika med pravnoorganizacijskima oblikama, v katere se lahko preoblikujejo PID-i. V prihodnosti naj bi se naložbe holdingov usmerile le na nekaj podjetij, skoncentriralo pa se bo tudi lastništvo znotraj samih holdingov.

Na drugi strani obstaja tudi dilema preoblikovanja v investicijske družbe ali v vzajemne sklade. Največja razlika med omenjenima oblikama izhaja iz tega, kakšen izhod iz naložb imajo investitorji na voljo v obeh primerih. Pri vzajemnih skladih lahko kadarkoli zahtevajo izplačilo kupona, pri investicijskih skladih pa morajo najti primerne kupca na sekundarnem trgu. Iz tega izhaja, da je vzajemni sklad za investitorja veliko bolj likvidna naložba od investicijske družbe.

PID-i se po večini odločajo za preoblikovanje v holdinge, ki je po trditvah poznavalcev najmanj kompliciran postopek. Vendar ta način preoblikovanja ni najbolj po godu Agenciji, ki bo s tem izgubila nadzor nad temi družbami, saj bodo to odslej samostojne delniške družbe, ki bodo sodelovale na prostem trgu in ne bodo več pod njenim neposrednim nadzorstvom. Na drugi strani je seveda viden interes PID-ov in njihovih lastnikov, ki si želijo oditi izpod nadzora ATVP, zato DZU-ji nanjo tudi vršijo močan pritisk. Tako PID-i oz. njihovi upravljalci DZU-ji kot Agencija za trg vrednostnih papirjev si očitajo poskuse zavlačevanja poteka preoblikovanja. PID-i trdijo, da je Agencija birokratska, Agencija pa PID-om očita površnost in nedoslednost ter nespoštovanje pravil.

Če se hoče PID preoblikovati v holding, mora izpolnjevati več pogojev (dokazati mora)⁷:

1. da PID v svojem premoženju nima več kot 2% tržnih vrednostnih papirjev niti denarja,
2. da so, če so omenjeni deleži večji od 2%, to kvalificirani deleži,
3. da je bila investicijska politika dosedanjega PID-a pred preoblikovanjem vodena v skladu z njegovim statutom in
4. da je od uvrstitve njihovih delnic na organizirani trg preteklo vsaj šest mesecev.

Pomembni lastniki PID-ov so tudi njihovi upravljalci, to so družbe za upravljanje. Družba za upravljanje je namreč po 136. členu ZISDU upravičena do povračila stroškov ustanovitve PID-a in sicer v višini do 5 % vrednosti osnovnega kapitala PID-a ob ustanovitvi. To povračilo se izplača v obliki delnic PID-a. Tudi upravljalska provizija v višini 1 % (največ 3 %) povprečne letne čiste vrednosti sredstev PID-a, ki se izplačuje v prvih petih letih od ustanovitve PID-a, je navadno izplačana v obliki delnic PID-a. Potrebno je poudariti, da DZU-ji v svojih prihodkih te delnice izkazujejo po knjigovodski vrednosti brez upoštevanja neizkoriščenih lastniških certifikatov (od leta 1997 naprej), zato se je v primerjavi s

⁷ 143. člen ZISDU (Uradni list RS, št. 6/94, 68/96, 25/97 in 10/98).

prejšnjimi leti pojavila izguba izrednega delovanja, saj so do leta 1997 DZU-ji te delnice izkazovali z po knjigovodski vrednosti z upoštevanjem neizkoriščenih lastniških certifikatov.

ZISDU prepoveduje, da bi posamezna fizična in pravna oseba bila lastnik več kot 5 % vseh delnic posamezne investicijske družbe.⁸ Kršitev tega pravila se sankcionira z odvzemom pravice do udeležbe pri dobičku in pri upravljanju investicijske družbe iz deleža, ki presega omenjenih 5 %. Družbe za upravljanje ne smejo uveljavljati upravljalških pravic iz delnic, ki so jih pridobile z ustanovitveno in upravljalško provizijo, dokler te delnice ne kotirajo na borzi, t.j. dokler niso prosto prenosljive.

Če pogledamo slovenske pooblaščen investicijske družbe lahko ugotovimo, da se nekaterih določb ZISDU ne upošteva. Dejansko imajo skoraj vse družbe za upravljanje več kot 5-odstotne lastniške deleže v PID-ih, ki jih upravljajo. Lastniške deleže v dveh največjih PID-ih v Sloveniji prikazuje naslednja tabela:

Tabela 15: Lastniška struktura PID-ov Atena 1. Sklad in Infond Zlat na dan 30. 6. 2001

Atena 1. Sklad		Infond Zlat	
Delničar	Lastniški delež (v %)	Delničar	Lastniški delež (v %)
Atena DZU	8,14	DZS, d. d.	15,1
SKB banka, d. d.	7,11	KBM Infond DZU	9,1
Tehnounion, d. d.	4,99	Nova KBM	5,7
Factor banka, d. d.	4,66	Luka Koper, d. d.	2,1
Autocommerce, d. d.	4,24	Tri družbe z 1,5 %	4,5
Intertrade ITS, d. d.	2,40	Štiri družbe z 1,2 %	4,8
Ostali z manj kot 1%	68,46	Ostali z manj kot 1%	58,7
SKUPAJ	100	SKUPAJ	100

Vir: Podatki Združenja družb za upravljanje. [URL: <http://www.zdu-giz.si>], 15. 9. 2001.

Iz tabele je razvidno, da imata v obeh primerih že sami družbi za upravljanje lastniška deleža, višja od dovoljenih 5 %. DZU-ji v nekaterih PID-ih dosegajo tudi do 30 % lastniške deleže s pomočjo povezav z drugimi lastniki.

V Sloveniji velja tudi, da ni nobene omejitve pri zbiranju pooblastil za glasovanje na skupščini delničarjev PID-ov. Družbe za upravljanje lahko brez omejitev zbirajo pooblastila za glasovanje na skupščini, kar pomeni da družbe za upravljanje preko glasovanja na skupščinah obvladujejo sklade, ki jih upravljajo. To pomeni, da 58. člen ZISDU, ki je namenjen disperziji lastništva, ne velja, saj je zaradi zbiranja pooblastil o glasovanju mogoča akumulacija glasov, ki še dodatno povečuje moč družbe za upravljanje in slabi moč manjših delničarjev. Ta problem je pri nas trenutno zelo pereč, saj so PID-i ravno v fazi

⁸ 58. člen ZISDU (Uradni list RS, št. 6/94, 68/96, 25/97, 10/98).

preoblikovanja, DZU-ji pa zaradi omenjenih pomanjkljivosti lahko delujejo samovoljno in odločajo namesto lastnikov, seveda v korist DZU-jev in škodo delničarjev. Velja namreč, da delničarji nimajo možnosti preko skupščine in nadzornega sveta vplivati na delovanje družbe. Tudi to je negativno vplivalo na oblikovanje javnega mnenja o PID-ih in povzročilo ugotovitve kot so (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 156):

- upravljanje investicijskih skladov je ne glede na njihove izgube zelo donosno,
- upravljalci skladov ne dajejo prioritete naložbenim portfeljem, ampak se zadovoljijo z zaračunavanjem visokih provizij za upravljanje,
- pogodbe o upravljanju in struktura provizij ne motivirajo upravljalcev v smeri iskanja priložnosti za večanje čiste vrednosti sredstev sklada,
- upravljalci skladov so brez pravega nadzora tako s strani delničarjev (omejene možnosti trgovanja in glasovanja) kot s strani ustreznih regulatorjev (Agencije za trg vrednostnih papirjev).

4.6. VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI

Diplomsko delo sicer nima namena obravnavati vzajemnih skladov kot oblike investicijskih skladov, vendar pa jih zaradi njihove vloge, ki bo v prihodnosti nedvomno pomembnejša od današnje, ne kaže povsem prevzeti. Zato bodo v tej točki na kratko predstavljeni tudi vzajemni skladi.

Investicijski skladi se v splošnem delijo na odprte in zaprte. Med zaprte sklade štejemo investicijske družbe oz. PID-e, ki so predhodno že bili predstavljeni. Vzajemni skladi po svoji obliki sodijo med odprte sklade. Pri tej vrsti skladov so na pasivni strani kuponi, ki so nekoliko podobni bančnim vlogam (Pahor, 2000, str. 90). Vrednost enot sklada je določena z vrednostjo sredstev na aktivni strani bilance sklada. Premoženje sklada je razdeljeno na enake enote premoženja ali točke, katere vlagatelj pridobi z nakupom investicijskega kupona. Vrednost enote premoženja se izračuna tako, da se celotna sredstva sklada, zmanjšana za obveznosti in rezervacije, razdeli na število enot premoženja, ki so v obtoku. Z enotami sklada se ne trguje na sekundarnem trgu, pač pa sklad sam ali preko posrednikov kupuje in prodaja enote na investitorjevo željo. Investitor lahko kadarkoli zahteva, da ga investicijski sklad izplača oz. odkupi njegov investicijski kupon. Za vzajemni sklad je tudi značilno, da ni pravna oseba in ga lahko oblikuje samo DZU, ki sklad upravlja v svojem imenu in za račun imetnikov investicijskih kuponov.

Prvi vzajemni skladi so se v Sloveniji pojavili pred pooblaščenimi investicijskimi družbami. Zgodovina slovenskih vzajemnih skladov sega v leto 1992, ko je začel delovati vzajemni sklad Galileo v upravljanju Kmečke družbe DZU. Ta sklad se je obdržal vse do danes in je daleč največji vzajemni sklad v Sloveniji. Na dan 31. 8. 2001 je bilo v Sloveniji 18 vzajemnih skladov. Največje vzajemne sklade kaže naslednja tabela:

Tabela 16: Največji vzajemni skladi v Sloveniji na dan 31. 8. 2001

Vzajemni sklad / Družba za upravljanje	Vrednost premoženja na dan 31. 8. 2001 (v 000 SIT)
Galileo / Kmečka družba DZU	5.664.549
Rastko / Kmečka družba DZU	1.938.973
Alfa / Probanka DZU	869.608
Vipek / Avip DZU	485.331
Skala / Krekova družba DZU	472.499

Vir: Prikaz strukture naložb pooblaščenih investicijskih družb in vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31. 8. 2001. [URL: <http://zdu-giz/docs/ISM1-200108.xls>], 12. 9. 2001.

Skupno premoženje vseh vzajemnih skladov je znašalo dobrih 12 milijard tolarjev. Vzajemni sklad Galileo ima tako skoraj 50-odstotni delež v skupnem premoženju vseh vzajemnih skladov, največjih 5 vzajemnih skladov pa dosega okrog 75-odstotni delež v skupnem premoženju. Tudi vzajemni skladi imajo podobno strukturo sredstev kot pooblaščne investicijske družbe, le da vzajemni skladi ne izkazujejo naložb v nepremičnine in ostale vrednostne papirje. Podobno kot pri PID-ih je tudi pri vzajemnih skladih opaziti premajhno zastopanost tujih vrednostnih papirjev v njihovih aktivah. Naložbe v tuje delnice namreč predstavljajo komaj slaba 2 % vseh naložb vzajemnih skladov. Sicer pa v tuje vrednostne papirje vlagata samo vzajemna sklada Galileo in Rastko, ki ju upravlja Kmečka družba DZU. Ko bo privatizacijska vrzel zapolnjena, se bodo PID-i lahko preoblikovali tudi v vzajemne sklade. Pričakovati je, da se bo v Sloveniji za to obliko preoblikovanja odločil le manjši del PID-ov. Poznavalci menijo, da bi bilo v Sloveniji v sedanjih okoliščinah preoblikovanje PID-ov v vzajemne sklade zelo nezaželeno. Za to navajajo tri razloge (Jašovič, 2000, str. 436) in sicer slabo likvidnost tržnega portfelja, splošno nezaupanje v sklade in davčne razloge.

V tem trenutku je čista vrednost sredstev PID-ov na delnico, ki bi v primeru preoblikovanja v vzajemni sklad predstavljala investicijski kupon, neprimerno višja od vrednosti, ki jih delnice pooblaščenih investicijskih družb dosegajo na borzi. V tem primeru bi seveda prišlo do navala vlagateljev, ki bi želeli unovčiti svoje kupone. Tega pa si udeleženci (DZU-ji, delničarji zamudniki in navsezadnje trg) ne želijo. Zato bi bilo takojšnje preoblikovanje PID-ov v vzajemne sklade pogubno tudi za investitorje, ki svojih kuponov ne bi mogli takoj vnovčiti.

Splošno nezaupanje vlagateljev v sklade, ki je nastalo kot posledica nekaterih nepravilnih ravnanj upravljalcev (npr. Dadas), bodo morali vzajemni skladi in njihovi upravljalci preobrniti v naklonjenost, kar pa seveda ne bo lahko. Prav tako ne bo lahko ustrezno naravnati davčnega okolja, da bi delovalo bolj v prid investitorjem in institucijam na trgu kapitala. Skratka, novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, bo moral biti

zelo previdno urejen na področju preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb v vzajemne sklade.

5. NOVI ZAKON O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE – ZISDU-1

5.1. NAJPOMEMBNEJŠI ZAKONI, KI UREJAJO PODROČJE VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Dejstvo je, da smo v zadnjih dveh letih priča koreniti spremembi oz. prenovi pravnega okvira trga vrednostnih papirjev. Te spremembe so najbolj korenite na področju tistih bolj specialnih zakonov oz. predpisov. Vzrokov za temeljito prenavo teh predpisov je več. Po mojem mnenju je prvi razlog proces prilagoditve slovenske zakonodaje zakonodaji Evropske unije. Slovenija mora namreč po sklepih pridružitvenega sporazuma zagotoviti prost pretok kapitala. Naslednji razlog za spremembe je tudi proces lastninjenja, ki počasi prehaja v zaključno fazo in terja nekatere uskladitve. Ne smemo pozabiti tudi na izvajanje pokojninske reforme, ki se je začela s preoblikovanjem investicijskih družb.

Tabela 17: Seznam najpomembnejših zakonov, ki urejajo področje vrednostnih papirjev

Ime zakona	Kratica	Številka Ur. Lista	Začetek veljave	Zadnje spremembe in dopolnila
Zakon o trgu vrednostnih papirjev	ZTVP	RS 56/99	28. 7. 1999	/
Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih	ZNVP	RS 23/99	23. 4. 1999	/
Zakon o vrednostnih papirjih	ZVP	SFRJ 64/89	28. 1. 1989	RS 6/94
Zakon o deviznem poslovanju	ZDP	RS 23/99	23. 4. 1999	/
Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje	ZISDU	RS 6/94	13.3. 1994	RS 56/99
Zakon o gospodarskih družbah	ZGD	RS 30/93	10. 7. 1993	RS 54/99
Zakon o prevzemih	Zpre	RS 47/97	15. 8. 1997	RS 56/99
Zakon o prvem pokojninskem skladu RS in preoblikovanju investicijskih družb	ZPSPID	RS 50/99	13. 7. 1999	/
Zakon o obligacijskih razmerjih	ZOR	SFRJ 29/78	1. 10. 1978	SFRJ 57/89
Zakon o bančništvu	Zban	RS 7/99	20. 2. 1999	/
Zakon o DDV	ZDDV	RS 89/98	1. 7. 1999	/
Zakon o davku od dobička pravnih oseb	ZDDPO	RS 72/93		RS 34/96, 27/98
Zakon o dohodnini	Zdoh	RS 71/93		RS 44/96, 36/99

Vir: Zakoni s področja poslovanja z vrednostnimi papirji. [URL:<http://www.dz-rs.si/si/aktualno/spremljanje-zakonodaje/zakoni.html>], 9. 7. 2001.

V skladu z zgradbo diplomskega dela sem se odločil, da predstavim le glavne spremembe na področju Zakona o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP), nato pa podrobneje predstavim novosti, ki jih prinaša novi Zakon o pooblaščenih investicijskih družbah in družbah za upravljanje (ZISDU-1).

Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99) je krovni zakon področja o vrednostnih papirjih. Novi zakon, sprejet leta 1999, je zamenjal zakon iz leta 1994 v dopolnjeni in razširjeni obliki. Razlogov za sprejetje novega zakona je več (Jamnik, 2000, str. 206):

1. harmonizacija naše zakonodaje z zakonodajo Evropske unije,
2. pravna ureditev nematerializiranih vrednostnih papirjev glede prilagoditve pravil o izdaji in prenosu pravic iz vrednostnega papirja in
3. nedodelanost starega zakona, ker se je sprejemal oz. je nastal v letih 1992 in 1993, torej v času, ko se je slovenski trg vrednostnih papirjev šele razvijal.

Cilj zakona je seveda urediti področje trga vrednostnih papirjev tako, da bo ta ureditev čim bolj v skladu z ureditvijo Evropske unije na tem področju. Novi zakon je zato prinesel kar nekaj novosti. Prva novost je skrajšanje rokov za predložitev polletnega poročila podjetij in obveznost poročanja o poslovnih dogodkih, ki lahko pomembno vplivajo na ceno vrednostnega papirja. Druga novost je avtomatična uvrstitev vrednostnih papirjev, ki so bili predmet javne ponudbe, na organiziran trg v zelo kratkem času ob sodelovanju izdajatelja, Agencije za trg vrednostnih papirjev, Klirinško depotne družbe in borze. S tem ukrepom seveda želi borza povečati transparentnost trgovanja na borznem trgu. Naslednja novost se nanaša na podružnice tujih borznoposredniških družb iz držav članic Evropske unije. Te lahko opravljajo storitve v zvezi z vrednostnimi papirji, če za to pridobijo dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev oz. Banke Slovenije. Novost pomeni tudi zagotovitev »višje ravni varnosti investitorjev«. Zato zakon predvideva dodatne kadrovske zahteve, še bolj natančna pravila varnega in skrbnega poslovanja in nove določbe glede obvladovanja tveganj. Zelo pomemben je tudi 16. člen ZTVP.⁹ Na koncu naj omenim še zelo pomembno novost, ki se nanaša na visoke zagrožene denarne kazni, ki so predpisane za primere nespoštovanja zakona in ki dajejo borzi širša pooblastila, kot ji jih je dajal stari zakon.

5.2. NOVOSTI ZISDU-1

Državni zbor je predlog novega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) sprejel v obravnavo 20. 4. 2001. Podlago ima predlog novega zakona seveda v starem Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94), ki je tudi že doživel nekaj vmesnih sprememb, ki so se nanašale na prepoved preoblikovanja

⁹ 16. člen ZTVP (Uradni list RS, št. 56/99) ureja sistem jamstva za terjatve vlagateljev. Zajamčena terjatev vlagatelja je stanje terjatve vlagatelja do višine 3.700.000 SIT na dan stečaja nad borznoposredniško družbo. Vsaka borznoposredniška družba mora zaradi zagotovitve likvidnih sredstev v ta namen predpisano višino sredstev naložiti v vrednostne papirje Banke Slovenije oz. Republike Slovenije.

PID-ov v delniške družbe pred marcem leta 2000 in na omejevanje nekaterih naložb investicijskih skladov.

Cilj novega zakona je seveda približanje oz. ureditev delovanja investicijskih skladov v Sloveniji tako, da bi bil naš zakon kar najbolj usklajen s smernicami EU, predvsem z Direktivo o investicijskih skladih (85/611/EEC, 88/220/EEC in 95/26/EC). Seveda se določila novega zakona nanašajo tudi na zagotovitev prostega pretoka kapitala oz. liberalizacijo finančnih in kapitalskih tokov s tujino po sklepih pridružitvenega sporazuma z Evropsko unijo iz leta 1999. Predlog zakona je tudi močno približan zakonodaji Evropske unije. DZU lahko v državah članicah Evropske unije posluje prek svoje podružnice v tujini ali pa neposredno. Seveda mora o tej svoji nameri obvestiti ATVP, ta pa mora to obvestilo posredovati pristojnemu nadzornemu organu države članice najpozneje v treh mesecih (če gre za podružnico) oz. v enem mesecu (če gre za neposredno opravljanje upravljanja sklada v tujini). Zunaj držav članic EU pa lahko DZU storitve v zvezi z vrednostnimi papirji opravlja samo prek podružnice, seveda ob pridobitvi dovoljenja ATVP.

DZU-ji bodo lahko odslej poleg upravljanja investicijskih skladov upravljali tudi premoženje drugih dobro poučenih velikih vlagateljev, npr. premoženje vzajemnih pokojninskih skladov, kritno premoženje zavarovalnic ter premoženje bank. Tako bodo seveda postali neposredni konkurenti borznim hišam na področju upravljanja premoženja. Prvi predlog novega zakona je določal, da mora imeti vsaka DZU, ki upravlja en investicijski sklad, najmanj 50 milijonov tolarjev osnovnega kapitala, za vsak nov sklad v upravljanju pa ga mora povečati še za 25 milijonov tolarjev. Najnovejši predlog določa najmanj 150 milijonov tolarjev osnovnega kapitala DZU, za dodatne sklade v upravljanju pa ne postavlja nobenih dodatnih pravil. Zakon tudi pravi, da je DZU lahko v drugi pravni družbi udeležen samo, če ta družba opravlja dejavnost, ki jo sme opravljati družba za upravljanje. Družba za upravljanje prav tako ne sme pridobiti poslovnega deleža v osebnih družbah, ampak samo v kapitalskih. Po starem zakonu je bila likvidacija vzajemnih skladov neizbežna, kadar se je čista vrednost njegovega premoženja znižala pod zakonsko določeno mejo 50 milijonov tolarjev in se v naslednjih treh mesecih ni dvignila nad ta znesek. Novi zakon določa nove pogoje likvidacije, in sicer kadar se čista vrednost premoženja zniža pod 20 milijonov tolarjev in na tej ravni ostane en mesec.

Novosti se obetajo tudi na področju naložb investicijskih skladov. Po obstoječem zakonu lahko znaša dovoljeni delež tujih vrednostnih papirjev v naložbah investicijskih skladov največ 10 % celotnih naložb, predlog zakona pa ta delež dviguje na 20 %. Po predlogu novega zakona bodo investicijski skladi lahko imeli v domačih ali tujih tržnih vrednostnih papirjih, s katerimi se organizirano trguje, najmanj 51 % vrednosti svojega premoženja. Naložbe v bančne vloge in instrumente denarnega trga pa lahko dosežejo največ 49 % vrednosti premoženja, netržnih papirjev pa ne sme biti več kot 10 % premoženja.

Novi zakon določa tudi omejitve glede izpostavljenosti posamezni osebi. Tako izpostavljenost posamezni osebi (naložbe v vrednostne papirje istega izdajatelja) ne sme

preseči 5 % vrednosti premoženja investicijskega sklada, razen če to dovoljujejo pravila upravljanja vzajemnega sklada ali statut investicijske družbe. V teh izjemnih primerih bi se lahko omenjeni odstotek podvojil in bi se tako ravnanje štelo za izjemno izpostavljenost. Trenutno investicijski skladi ne smejo imeti naložb v drugih investicijskih skladih. Določene izjeme so možne le ob posebnih pogojih s strani ATVP. Novi zakon omogoča skladu nakup delnic drugega sklada, a z omejitvijo, da vrednost teh naložb ne sme preseči 5 % vrednosti sredstev posameznega sklada.

Investicijska družba v prihodnosti tudi ne bo imela več uprave, ampak bo to funkcijo opravljala družba za upravljanje, ki bo vodila posle in v večini zadev tudi zastopala investicijsko družbo. Investicijsko družbo pa bo v razmerju do družbe za upravljanje zastopal nadzorni odbor.

Nekatere pomembne spremembe se obetajo tudi na področju provizij in povrnitvi stroškov družbam za upravljanje. Izstopni stroški ne smejo presegati 1 % zneska izplačil investicijskih kuponov, vsota vstopnih in izstopnih provizij ne sme presegati 3 % vrednosti investicijskih kuponov, provizija za upravljanje pa ne sme biti višja od 2 % povprečne letne čiste vrednosti vzajemnega sklada.

Kar se tiče uskladitev z novim zakonom, pa novela zakona predvideva petletno obdobje, za investicijske družbe (ID-e), ki bodo nastali, ko se bodo pooblaščenice investicijske družbe dokončno preoblikovale. Tudi roki za uskladitev vzajemnih skladov so se podaljšali z 12 na 18 mesecev po sprejetju zakona.

Na koncu, vendar ne najmanj pomembno, naj omenim še novost, ki je stopila v veljavo, še preden je nov zakon sprejet. To so velikokrat »prežvečeni« skrbniški računi tujcev, ki so bili uvedeni leta 1997, odpravljeni pa so bili 1. julija 2001. Veliko se je govorilo o tem, da so ti skrbniški računi glavni vzrok za zelo nizko zanimanje tujcev za vrednostne papirje slovenskih podjetij. Pozneje pa se je izkazalo, da bolj kot skrbniški računi tuje institucionalne investitorje moti oz. zadržuje nizka donosnost in likvidnost vrednostnih papirjev slovenskih podjetij. Za skrbniške račune skrbi banka skrbnica, ki je lahko domača ali pa podružnica banke iz držav članic EU in je pridobila dovoljenje Banke Slovenije in ATVP. Tujci morajo za vodenje skrbniških računov plačati zelo nizko ceno, pomembno pa je tudi to, da se na ta način izognejo tveganju spremembe deviznega tečaja. Pomembna vloga skrbniških računov za Slovenijo je tudi v tem, da preprečujejo veliko presežno ponudbo oz. presežno povpraševanje po devizah, ki bi lahko pomembneje vplivala na višino in gibanje deviznega tečaja (Ribnikar, 2001, str. 6).

Na koncu nam seveda preostane edino počakati, kaj bo prinesel novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje in kako dobro se bo uskladil s predpisi Evropske unije.

6. BORZNOPOSREDNIŠKE HIŠE NA TRGU KAPITALA V SLOVENIJI

6.1. PRAVNA UREDITEV BORZNOPOSREDNIŠKIH HIŠ V SLOVENIJI

Borznoposredniška družba (v nadaljevanju BPH) je lahko organizirana kot delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99) posebej določa, da sme posle investicijskega bančništva (odkup in priprava novih izdaj vrednostnih papirjev) opravljati le BPH, ki je organizirana v obliki delniške družbe. Zakon določa tudi, da BPH ne sme opravljati nobenih drugih dejavnosti, razen storitev v zvezi z vrednostnimi papirji.

BPH mora za pridobitev dovoljenja za opravljanje poslov v zvezi z vrednostnimi papirji izpolnjevati določene formalne pogoje. Zato morajo zahteve za izdajo dovoljenja priložiti (Zakon o trgu vrednostnih papirjev):

1. družbeno pogodbo oz. statut družbe v obliki notarskega zapisa,
2. opis storitev, ki jih bo opravljala družba ter načrt poslovanja za dve leti,
3. seznam družbenikov (delničarjev) z navedbo imena in priimka ter naslova oz. firme in sedeža, višine njihovih poslovnih deležev oz. skupnega nominalnega zneska delnic in odstotkov udeležbe v osnovnem kapitalu družbe,
4. za družbenike oz. delničarje, ki so imetniki najmanj 10 % delnic in so domače pravne osebe, izpisek iz sodnega registra; če je družbenik delniška družba, je potrebno priložiti tudi izpisek delničarjev,
5. podatke o naložbah z BPH povezanih oseb v drugi BPH in
6. dokumentacijo, ki jo določi ATVP, na podlagi katere je mogoče ugotoviti, ali je družba kadrovska, tehnično in organizacijsko sposobna opravljati storitve, na katere se nanaša zahteva za izdajo dovoljenja.

Agencija za trg vrednostnih papirjev na podlagi te dokumentacije pozneje izda dovoljenje BPH-ju za opravljanje storitev. Pri tem gre za izdajo dovoljenj na podlagi t. i. stopničastega sistema – od dovoljenja za dejavnosti posredovanja z vrednostnimi papirji pa vse do najboljšežnejše dejavnosti prevzemanja oz. odkupovanja celotnih emisij vrednostnih papirjev. Agencija lahko izda dovoljenje za opravljanje ene dejavnosti ali več dejavnosti skupaj.

Osnovni kapital borznoposredniške hiše mora znašati najmanj 150.000.000. tolarjev. Če BPH ne opravlja storitev izvedbe prvih prodaj z obveznostjo odkupa in dejavnosti trgovanja z vrednostnimi papirji, je njen minimalni osnovni kapital 25.000.000 tolarjev. 81. člen Zakona o trgu vrednostnih papirjev določa, da so delnice BPH lahko le imenske delnice in se lahko vplačajo samo v denarju, morajo pa biti tudi v celoti vplačane pred vpisom ustanovitve oz. povečanja osnovnega kapitala v sodni register.

Zelo pomembna je tudi ureditev kvalificiranih deležev in izpostavljenosti.¹⁰ Za pridobitev delnic BPH, na podlagi katere oseba doseže ali preseže kvalificirani delež je potrebno soglasje Agencije za trg vrednostnih papirjev. Meje kvalificiranih deležev znašajo 10, 20, 33, 50 ali 75 % deleža v kapitalu BPH in za pridobitev vsakega od teh kvalificiranih deležev je potrebno soglasje Agencije (82. člen ZTVP). Podobna dovoljenja je potrebno pridobiti tudi pri združitvi in razdružitvi BPH-jev, kar pa se v Sloveniji (še) ne dogaja. 42. člen ZTVP prepoveduje tudi vse navskrižne kapitalske povezave z drugimi BPH-ji, ki bi presegle pet odstotkov celotnega števila delnic oz. deležev družbe, pri čemer se seveda upošteva tudi lastništvo delničarjev in zaposlenih v tej družbi. Prav tako izpostavljenost BPH-ja do posamezne osebe in s to osebo povezanih oseb ne sme presegati 25 % kapitala BPH-ja. Storitve oz. posle, ki jih lahko opravljajo borzni člani, določa Zakon o trgu vrednostnih papirjev:

- nakup ali prodaja vrednostnih papirjev po nalogu in za račun stranke (borzno posredovanje),
- gospodarjenje z vrednostnimi papirji po nalogu in za račun stranke,
- posebne storitve v zvezi z vrednostnimi papirji,
- izvedba prvih prodaj z obveznostjo odkupa,
- storitve v zvezi z uvedbo vrednostnih papirjev v javno trgovanje,
- izvedba prvih prodaj brez obveznosti odkupa,
- pomožne storitve v zvezi z vrednostnimi papirji,
- vodenje računov nematerializiranih vrednostnih papirjev,
- hramba vrednostnih papirjev,
- storitve v zvezi s prevzemi in
- svetovanje v zvezi z nakupom oz. prodajo vrednostnih papirjev (investicijsko svetovanje).

V skladu z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev lahko v Sloveniji storitve v zvezi z vrednostnimi papirji opravljajo borznoposredniške hiše, ki so za to dejavnost pridobile dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev in banke, ki po Zakonu o bančništvu (Uradni list RS, št. 7/99) pridobijo dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje teh storitev. Poleg omenjenih dveh institucij lahko v Sloveniji posle z vrednostnimi papirji po ZTVP opravljajo tudi:

- BPH države članice EU, ki v skladu z ZTVP opravljajo posle oz. storitve v zvezi z vrednostnimi papirji prek podružnice na območju Republike Slovenije oziroma ki so v skladu z ZTVP pooblašene neposredno opravljati posle z vrednostnimi papirji v Republiki Sloveniji in
- podružnice tujih BPH zunaj RS in zunaj EU, ki pridobijo dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev.

¹⁰ 119. člen ZTVP (Uradni list RS, št. 56/99) definira izpostavljenost borznoposredniške družbe do posamezne osebe kot »vsoto vseh terjatev in pogojnih terjatev do te osebe, vrednosti naložb v vrednostne papirje te osebe in vrednosti kapitalskih deležev borznoposredniške družbe v tej osebi«.

Novi Zakon o trgu vrednostnih papirjev, ki je že prilagojen zakonodaji Evropske unije, ureja tudi poslovanje BPH-jev zunaj območja Republike Slovenije. BPH lahko opravlja storitve v državi članici neposredno ali pa prek podružnice, v tujini pa le prek podružnice. Seveda mora BPH o tem obvestiti ATVP in pridobiti njeno dovoljenje. Zakon določa omejitve tudi glede lastništva tujcev v slovenskih BPH-jih. Ti so lahko lastniki maksimalno 24 odstotkov osnovnega kapitala borzno-posredniške hiše, seveda ob soglasju ATVP.

6.2. NAJPOMEMBNEJŠE BORZNOPOSREDNIŠKE HIŠE IN NJIHOV PROMET

V tej točki bom poskušal kar čim bolj natančno prikazati poslovanje borzno-posredniških hiš v letu 2000 in prvem polletju leta 2001.

Leta 2000 je bilo v Sloveniji 25 borzno-posredniških hiš, ki so ustvarile za dobrih 350 milijard tolarjev prometa, to je dobrih 65 % celotnega prometa na borzi. Ta je v letu 2000 znašal 539.234 milijonov tolarjev. Preostalih 35 % prometa, to je slabih 190 milijard tolarjev, so ustvarili oddelki borznega posredništva posameznih bank. Zanimivo je, da je največjih pet borznih hiš skupaj ustvarilo kar dobrih 30 % vsega prometa, najmanjših pet pa le dobre 3 %. To kaže na velike razlike v prometu, ki so posledica prevelikega števila borzno-posredniških hiš, o čemer bo govora v četrti točki tega poglavja.

Če pogledamo promet vseh članov Ljubljanske borze, torej bank in BPH-jev skupaj, lahko vidimo, da ima največji tržni delež borzna hiša Publikum pred Novo ljubljansko banko in borzno hišo Perspektiva. V primerjavi z letom 1999 sta drugo- in tretjevrščeni član zdrsnila po eno mesto, medtem ko se je Publikum zavihtel dve mesti višje.

Tabela 18: Promet bank na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev v letu 2000

	Banka	Promet v letu 2000 (v mio SIT)	Tržni delež (v %)
1.	Nova Ljubljanska banka	38.499	7,14
2.	Slovenska zadružna kmetijska banka	27.889	5,17
3.	Probanka	23.014	4,27
4.	Abanka	21.464	3,98
5.	Banka Vipava	19.674	3,65
6.	Factor banka	19.215	3,56
7.	SKB banka	16.993	3,15
8.	Gorenjska banka	7.506	1,39
9.	Krekova banka	6.920	1,28
10.	Bank Austria Creditanstalt	5.150	0,96
11.	Banka Koper	1.683	0,31
	SKUPAJ	187.977	34,86

Vir: Trg vrednostnih papirjev v letu 2000, 2001, str. 21–22.

Tabela 19: Promet borznoposredniških hiš na Ljubljanski borzi v letu 2000 in njihovi tržni deleži

	Borznoposredniška hiša	Promet v letu 2000 (v mio SIT)	Tržni delež (v %)
1.	Publikum	46.475	8,62
2.	Perspektiva	63.062	6,69
3.	Ilirika	28.780	5,34
4.	PM & A BPD	24.662	4,57
5.	Mariborska BPH	23.268	4,32
6.	AC BPH	17.897	3,32
7.	Gorenjska BPD	17.054	3,16
8.	BPD Fida	16.627	3,08
9.	Medvešek Pušnik	13.627	2,46
10.	Primorski finančni center Interfin	13.219	2,45
11.	Poteza BPD	12.289	2,28
12.	Dolenjska BPD	12.287	2,28
13.	Ebrokers	11.659	2,16
14.	Certius BPH	11.399	2,11
15.	Brod na Muri BPH	9.874	1,83
16.	Argonos BPH	9.800	1,82
17.	BPH	8.744	1,62
18.	Cogito bis BH	7.173	1,33
19.	IT Modra hiša	7.125	1,32
20.	Bona Fide	6.295	1,17
21.	Celjska BH	6.035	1,12
22.	Veritas BH	4.531	0,84
23.	TMB BPH	3.307	0,61
24.	Moja delnica	1.739	0,32
25.	Centralna BPD	1.656	0,31
	SKUPAJ	351.257	65,14

Vir: Trg vrednostnih papirjev v letu 2000, 2001, str. 21–22.

V prvem polletju leta 2001 je največji promet na Ljubljanski borzi ustvarila borzna hiša Publikum z 19.000 milijoni tolarjev prometa (6,6-odstotni tržni delež), sledijo ji Perspektiva BPH, Mariborska BPH in Poteza z dobrimi 6-odstotnimi tržnimi deleži ter prometom prek 17.000 milijonov tolarjev. V tem obdobju je deset najbolj aktivnih članov borze (vštete so tudi banke) opravilo 60, 71% vsega prometa (v letu 2000 53, 7%). Najbolj aktivne člane Ljubljanske borze in njihov promet prikazuje tudi naslednja tabela:

Tabela 20: Prvih pet članov Ljubljanske borze v prvem polletju leta 2001 in njihov promet

Član	Promet v prvem polletju leta 2001 (v mio SIT)	Tržni delež (v %)
Probanka	27.061	9,30
Publikum	19.071	6,55
Nova Ljubljanska banka	18.891	6,49
Perspektiva BPD	18.116	6,23
Mariborska BPH	17.752	6,10
Ostali člani	190.091	65,33
SKUPAJ	290.982	100

Vir: Polletno statistično poročilo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev za prvo polletje leta 2001. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Statpoda/Poll2001.pdf>], 14. 7. 2001.

6.3. POSLOVANJE S SVEŽNJI

V zadnjem letu skoraj ne moremo mimo poslovanja s svežnji, ki je v letu 2000 predstavljalo že skoraj 60 % celotnega prometa. Zato bom na tem mestu nekoliko podrobneje predstavil tudi to relativno novo vrsto sklepanja poslov. Letni promet s svežnji v tem letu je znašal kar 311 milijard SIT oz. 58 % celotnega prometa vseh članov Ljubljanske borze.

Tabela 21: Prvih pet članov Ljubljanske borze po ustvarjenem prometu s svežnji in brez svežnjev, v mio SIT

		Promet, ustvarjen s svežnji		Promet brez svežnjev
1.	Publikum	35.215	Ilirika	18.605
2.	NLB	23.268	NLB	15.230
3.	SZKB	22.961	Perspektiva	13.496
4.	Perspektiva	22.565	PM & A BPD	11.874
5.	Probanka	17.135	Abanka	11.474

Vir: Trg vrednostnih papirjev v letu 2000, 2001, str. 22.

Strokovnjaki menijo, da sta glavna razloga, ki sta spodbudila uvedbo poslovanja s svežnji, predvsem dva:

- 1) nižji stroški provizije za borzne člane in
- 2) večja transparentnost poslovanja, saj je sedaj znan obseg in cena dela poslov, ki so jih doslej člani borze sklepali mimo borznega trga.

Ljubljanska borza omogoča trgovanje s svežnji¹¹ od 1. 8. 1997. Ta nova ureditev je določena tudi v Pravilih o trgovanju s svežnji, ki so potrjena tudi s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev. Pri tej obliki trgovanja velja pravilo, da mora osnovna vrednost svežnja predstavljati najmanj 30 milijonov tolarjev, kar pomeni, da mora biti število vrednostnih papirjev, pomnoženo z zadnjim enotnim tečajem večje ali enako 30 milijonov tolarjev. Borzni posredniki te posle prijavijo kot posle s svežnji, borza pa jih nato vnese v borzni trgovalni sistem BTS. Ta posel tako po preteku najmanj pol ure postane viden vsem borznim članom.

Prav tako za posle s svežnji ne veljajo tržne cenovne omejitve, to je največ 10-odstotna dnevna nihanja, kar pomeni, da se cena svežnja lahko razlikuje od cene uradnega organiziranega trga na določen trgovalni dan. Posledica tega je, da doseženi tečaji poslov s svežnji niso vključeni v izračun enotnega tečaja vrednostnega papirja niti v izračun indeksa delnic SBI 20.

Tečajnica prometa s svežnji vsebuje naslednje podatke: vrednostni papir, za katerega je sveženj prijavljen, najvišji in najnižji tečaj poslov, promet v lotih in seveda število poslov s posameznim vrednostnim papirjem.

6.4. PRIHODNOST IN NUJNOST ZDRUŽEVANJA BORZNOPOSREDNIŠKIH HIŠ

Kot je bilo v tem poglavju že navedeno, je bilo v Sloveniji na dan 1. 1. 2001 36 članov Ljubljanske borze, od tega 25 borznoposredniških hiš in 11 bank. Potrebno je tudi poudariti, da so tri borznoposredniške hiše ustanovile banke same. Leta 2001 so na borzi prenehale delovati 4 borznoposredniške družbe in sicer Bona Fide, BPD Fida, Centralna borzna hiša in TMB BPH.

Ta podatek kaže na začetek zmanjševanja števila borznoposredniških hiš, bodisi zaradi prenehanja delovanja (prenehanje članstva) ali pa zaradi združevanja teh hiš med seboj, čemur pa donedavnega v Sloveniji še nismo bili priča. Dejstvo je, da se bo morala v Sloveniji konsolidacija borznoposredniških hiš pričeti kaj kmalu, saj je ta številka občutno previsoka za potrebe našega trga. Poznavalci napovedujejo, da bo do leta 2005 delovalo le še približno 15 samostojnih borznoposredniških hiš, zaradi združevanja oz. koncentracije lastništva se bo zmanjšalo tudi število oddelkov borznega posredništva v okviru bank. Že v tem trenutku po podatkih Ljubljanske borze manj kot tretjina največjih borznih hiš ustvari skoraj 60 % skupnega prometa, najmanjših osem pa manj kakor 5 %. Mislim, da je ta podatek zadosten pokazatelj o trenutnem stanju oz. razmerju med borznoposredniškimi hišami in da je s tega vidika konsolidacija med le-temi nujna.

Vendar koncentracija lastništva ni edini razlog za nujnost konsolidacije BPH-jev. Med pomembnejšimi razlogi so tudi stroški nadzora, KDD in borze. Tudi novi Zakon o trgu

¹¹ Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99) definira trgovanje s svežnji kot »poseben način sklepanja poslov z večjimi količinami vrednostnih papirjev tudi izven borznega trgovalnega sistema BTS«.

vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99) ni najbolj naklonjen manjšim, bolj specializiranim borznoposredniškimi hišam. Novi zakon namreč postavlja poostrena merila za registracijo borznoposredniških družb in za izdajo dovoljenja za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji. Zahtevi za omenjeno izdajo dovoljenja je potrebno priložiti veliko dokumentov z zelo natančnimi podatki o vrsti storitev, ki jo bo družba opravljal in o potencialnih družbenikih. Agencija za trg vrednostnih papirjev je določila tudi obsežno dokumentacijo, na podlagi katere je mogoče ugotoviti kadrovske, tehnične in organizacijske sposobnosti opravljanja storitev, na katere se nanaša dovoljenje.

Zmanjševanje števila BPH-jev oz. njihovo konsolidacijo bi lahko bistveno pospešil tudi novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU-1, ki je bil podrobneje predstavljen v petem poglavju, če bo seveda sprejet in bo obveljal v takšni obliki, kot je predlagan. Po predlogu tega zakona bodo lahko družbe za upravljanje upravljale tudi kritno premoženje zavarovalnic ter premoženje bank in drugih dobro poučenih vlagateljev, kamor sodijo tudi velike gospodarske družbe. To pomeni, da bi družbe za upravljanje v tem primeru postale neposredni konkurenti BPH-jem, ki so pri upravljanju portfelja vezane na več velikih strank, torej mali vlagatelji v tem trenutku zanje ne pomenijo pomembnejšega dela posla (Toplak, 2001b, str. 4).

6.5. EVROPSKO IN SVETOVNO BORZNO ZDRUŽEVANJE IN POVEZOVANJE IN SLOVENIJA

Z razvojem Evropske unije so se pojavile težnje po združevanju oz. povezovanju kapitalskih trgov v Evropi, da bi povečali učinkovitost. Evropski kapitalski trgi so bili namreč do sedaj zaradi svoje razdrobljenosti premalo učinkoviti, predvsem v primerjavi z ameriškim kapitalskim trgom, saj so bili stroški pridobivanja svežega kapitala zelo visoki. Z globalizacijo svetovnih kapitalskih in finančnih trgov cena pridobivanja svežega kapitala počasi, a vztrajno pada. Učinkovitost kapitalskih trgov se povečuje tudi na račun čedalje hitrejšega tehnološkega napredka, ki omogoča učinkovito povezovanje med trgi in s tem zmanjševanje stroškov. Vseeno pa ostaja dejstvo, da so svetovne borze v tem trenutku v prehodnem obdobju. V Evropi naj bi proces borznega povezovanja in združevanja potekal v štirih fazah (Veselinovič, 2000, str. 412):

- 1) združevanje Londona in Frankfurta kot dveh največjih evropskih borz in izbira elektronskega sistema trgovanja;
- 2) povezovanje nekaterih bolj pomembnih evropskih borz (Amsterdam, Bruselj, Milano, Pariz, ...) z že povezanima Londonom in Frankfurtom;
- 3) priključitev »manj pomembnih« evropskih borz;
- 4) priključitev borz držav kandidatki za polnopravno članstvo v EU.

Poleg tega je treba povedati, da so vse te pomembnejše države opravile tudi notranjo konsolidacijo svojega kapitalskega trga. Dejstvo je, da bodo morale preživeti tudi male

borze, le da se bodo le-te morale veliko bolj boriti za svoj obstanek, saj bodo v združeni Evropi postale nepomembni člani velikega kapitalskega trga.

Dejavniki, ki spodbujajo nacionalne kapitalske trge k združevanju in povezovanju, so naslednji (Torkar, 2001, str. 19):

- 1) zniževanje stroškov iskanja ustreznega partnerja,
- 2) nižji stroški prenosa finančnih sredstev,
- 3) ekonomija obsega in
- 4) likvidnost velikega trga zaradi kopičenja ponudbe in povpraševanja v okviru enega samega centra.

Na drugi strani seveda obstajajo tudi dejavniki oz. ovire, ki zavirajo proces združevanja in povezovanja in so še posebej pomembni za manjša, manj razvita gospodarstva ter kapitalske trge:

- 1) nacionalne posebnosti uravnavanja in nadzora trgovanja,
- 2) neenotni računovodski standardi za spremljanje uspešnosti podjetij,
- 3) različne zahteve oz. pravila za sprejetje vrednostnih papirjev na različne organizirane nacionalne trge,
- 4) interesi posameznih držav,
- 5) različni standardi za oceno bonitete izdajatelja vrednostnega papirja,
- 6) nacionalne borze imajo različne trgovalne sisteme in tehnike,
- 7) različni sistemi obračunavanja in poravnave poslov,
- 8) tveganje neizpolnitve sklenjenega posla zaradi nepoznavanja stranke pri poslu,
- 9) valutna tveganja in stroški konverzije pri nacionalnih valutah in
- 10) neobveščenost vlagateljev o izdajateljih vrednostnih papirjev iz drugih držav.

Na prihodnji razvoj in preoblikovanje borz bodo odločilne gospodarske razmere v državah, razvoj tehnologije, potrebe po novih finančnih proizvodih ter seveda tudi inovativnost borz na področju novih storitev in finančnih proizvodov (Torkar, 2001, str. 19).

V prihodnosti bo za nacionalne borze seveda pomembno, da se bodo znale tehnološko in organizacijsko vključiti v nove, globalne kapitalske trge. Vendar bodo morale tako borze kot njihovi člani upravičenost vstopa na združene trge dokazati s kvaliteto in širokim spektrom storitev, da bodo dosegle določeno stopnjo prepoznavnosti in spodbudile zanimanje vlagateljev. Nacionalne borze bi morale v prihodnosti kar najbolj (Torkar, 2001, str. 19):

- vlagati v tehnologijo in povezovanje z velikimi finančnimi centri,
- prizadevati si obdržati likvidnost vrednostnih papirjev na svojih trgih na visokem nivoju in
- razvijati nove finančne proizvode in storitve za investitorje ter izdajatelje in na ta način povečevati svojo konkurenčnost.

Slovenija ima v tem trenutku veliko dela predvsem sama s seboj, to je s svojim trgom kapitala, katerega učinkovitost in dostopnost mora najprej dvigniti na bistveno višjo raven, če hoče doseči prepoznavnost na velikem evropskem kapitalskem trgu. Vendar se Slovenija kljub temu že ozira po sodelovanju s tujimi borzami, predvsem z borzami sosednjih držav. Tako naj bi Ljubljanska in Zagrebška borza do konca leta podpisali sporazum o sodelovanju, kar pomeni, da bi omenjeni borzi že spomladi leta 2002 omogočili medsebojno trgovanje. To pomeni, da bi bili na naših zaslonih vsi hrvaški vrednostni papirji in nasprotno. Seveda je potrebno poudariti, da bo ta projekt zelo velik tehnični zalogaj, saj bo potrebno uskladiti oba trgovalna sistema. Poleg tega čaka obe borzi pred povezovanjem še kup tehničnih težav, med drugim ureditev področja kliringa in poravnave obveznosti (Smrekar, 2001, str. 4). Glavni cilji povezovanja so seveda večanje trga, večanje naložbenih možnosti in izboljšanje likvidnosti vrednostnih papirjev na trgu kapitala.

7. SKLEP

Slovenski trg kapitala bo imel v prihodnji evropski ureditvi le lokalno vlogo, ki pa si jo bo moral še izboriti. Naš trg kapitala se še vedno preveč opira na svoje udeležence oz. institucije. Čas bi bil, da začne stegovati lovke in ustvarjati povezave tudi z drugimi evropskimi, če že ne s svetovnimi kapitalskimi trgi. Za ta korak mora seveda najprej počistiti pred svojim pragom in razčistiti odnose med udeleženci na trgu kapitala, ki včasih niso popolnoma jasni. Nekatero institucije namreč ne opravljajo nalog, ki bi jih morale, ali pa opravljajo naloge, za katere so pristojni drugi subjekti.

In v tej zmedi so tudi v tem diplomskem delu omenjene finančne institucije. Njihova majhnost, razdrobljenost, nedorečenost, neodločnost in premajhna agresivnost le še povečuje njihov začarani krog neučinkovitosti in stanja na mestu. Pooblaščenice investicijske družbe in družbe za upravljanje si v dosedanem obstoju niso pridobile velikih simpatizerjev, nasprotno, javnost jim ne zaupa, saj meni, da niso v tem obdobju storili čisto nič. In javnost v tem primeru ni daleč od resnice. Dejstvo je, da PID-i (s tem so seveda povezani tudi DZU-ji) niso opravili svoje vloge posrednikov finančnega premoženja oz. spodbujevalcev finančnega oziroma kapitalskega trga. Ni mogoče prikriti, da so PID-i institucionalno in regulativno nedorečene institucije, saj se njihova vloga privatizacijskih posrednikov izteka, niso pa še finančni posredniki. Predvsem se preveč ukvarjajo z upravljanjem podjetij kot z upravljanjem portfeljev. Skratka, dokler PID-i ne bodo opravljali svoje primarne funkcije – prenašanja finančnih prihrankov, ne bodo doživeli družbenega priznanja, njihova prihodnost pa bo negotova.

PID-ov se je njihov slab sloves nedvomno prijel ob vnovčevanju sredstev državljanov, ki so svoje certifikate zaupali tem »grešnim kozlom« odprave družbene lastnine v Sloveniji. Zaradi nekaterih vnaprejšnjih dogovorov o delitvi in ceni delnic so državljanji za certifikate, vložene v PID-e, iztržili bistveno manj kot ostali, ki so certifikate vložili v uspešna podjetja.

Nadalje so si PID-i nakopali slab sloves tudi po zaslug upravljalcev, to je družb za upravljanje, ki so v njih videli priložnost za hiter in visok zaslužek in so si na nepošten način pridobili večje vsote denarja, ki je nato čudežno poniknil. Dejstvo je, da PID-i ne bodo mogli optimizirati svojega portfelja samo na domačem trgu kapitala. V prihodnosti bodo morali v večji meri kot do sedaj (ko tega sploh niso počeli) usmerjati svoje naložbe v tuje vrednostne papirje, kar jim bo omogočal novi zakon. Ne smemo pa pozabiti, da je predpogoj vsega omenjenega seveda dokončanje lastninskega preoblikovanja oz. zapolnitev privatizacijske vrzeli, to je uskladitve o dodelitvi dodatnega premoženja med PID-i in državo, čemur smo se v zadnjem času nekoliko bolj približali.

Seveda noben razumen državljan ne bo vlagal v delnice PID-ov in trgoval z njimi, če bodo njihove donosnosti zelo nizke ali pa celo negativne (v vsakem primeru nižje od donosnosti ob varčevanju s pomočjo tolarskih depozitov), in drugič, če bo država tako visoko obdavčevala kapitalske dobičke od prodaje vrednostnih papirjev. Za PID-e bi bilo torej najbolje, da bi na hitro izginili. To jim omogoča novi zakon, ki predvideva preoblikovanje PID-ov v druge oblike investicijskih skladov. Na ta način naj bi tudi v Sloveniji dobili pomembne finančne ustanove, ki jim pravimo institucionalni investitorji in so v tujini ključna gibalna vsakega kapitalskega trga. Zato bi bilo čimprej potrebno poskrbeti za hitro in nebolečo evtanazijo PID-ov.

8. LITERATURA

1. Grgič Maja: Premoženje za pide, vnovič. Delo, Ljubljana, 20. 9. 2001, str. 14.
2. Jamnik Gorazd et al.: Pravna ureditev trgovanja na organiziranih trgih vrednostnih papirjev. Mramor Dušan, ur., Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000, str. 131–209.
3. Jašovič Božo, Lukovac Jovan: Zastoj investicijskih skladov. Mramor Dušan, ur., Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000, str. 417–439.
4. Jurančič Iztok: Posebnega slovenskega kapitalskega trga ne bo. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2000, 16, str. 20–22.
5. Kocuvan Primož: Lani najuspešnejši pidi: Pulsar, Triglav Steber 1 in Trdnjava 1. Finance, Ljubljana, 9. 1. 2001, str. 1.
6. Kocuvan Primož: Večina pidov lani z izgubo. Finance, Ljubljana, 30. 5. 2001a, str. 4.
7. Novak Bojana et al.: Finančni instrumenti in njihovi trgi. Mramor Dušan, ur., Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000, str. 23–83.
8. Pahor Marko: Investicijski skladi. Mramor Dušan, ur., Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000, str. 87–105.
9. Peterle Polona, Torkar Darko: Trg kapitala v državnem vrtincu. Finance, Ljubljana, 19. 3. 2001, str. 9.
10. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 196 str.
11. Ribnikar Ivan: Odprava družbene lastnine podjetij, privatizacija ... Bančni vestnik, Ljubljana, 1998, 9, str. 60-62.
12. Ribnikar Ivan: Prestrukturiranje finančnih posrednikov in (nastajajočih) finančnih trgov. Prašnikar Janez, ur., Poprivatizacijsko obnašanje slovenskih podjetij. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1999, str. 11–26.
13. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija 1. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999a. 380 str.
14. Ribnikar Ivan: Nevzdržne omejitve za portfeljske naložbe. Finance, Ljubljana, 9. 1. 2001, str. 6.
15. Smrekar Tanja: Še kup pravnih postopkov pred povezovanjem borz. Finance, Ljubljana, 14. 9. 2001, str. 4.
16. Šešok Klemen: Kaj bo prinesla nova obdavčitev kapitalskih dobičkov? Finance, Ljubljana, 19. 3. 2001, str. 17.
17. Toplak Simona: Preoblikovanje pidov v polnem teku. Finance, Ljubljana, 8. 1. 2001, str. 2.
18. Toplak Simona: Zaupanja v vzajemni sklad niso izgubili. Finance, Ljubljana, 1. 3. 2001a, str. 2.
19. Toplak Simona: Bodo dzuji izrinili bepehaje? Finance, Ljubljana, 5. 3. 2001b, str. 4.
20. Toplak Simona: Pogled na ZISDU pred prvo parlamentarno obravnavo. Finance, Ljubljana, 3. 5. 2001c, str. 6.
21. Toplak Simona: Hudo naporna preobrazba pidov. Finance, Ljubljana, 23. 7. 2001d, str. 4.
22. Toplak Simona: Večina poslov je insiderskih. Finance, Ljubljana, 25. 9. 2001e, str. 5.

23. Torkar Darko: Preživeti bodo morale tudi male borze. Finance, Ljubljana, 18. 6. 2001, str. 17–19.
24. Usenik Boštjan: Za neučinkovitost trga kapitala je kriva tudi zakonodaja. Finance, Ljubljana, 18. 6. 2001, str. 27.
25. Veselinovič Draško: Vpliv notranjih in zunanjih dejavnikov na razvoj trga kapitala. Mramor Dušan, ur., Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000, str. 398–415.
26. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – ne(uspeh) in za koga. Postojna : Založba DEJ, 1999. 421 str.

9. VIRI

1. Borzni indeksi na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Indeksi/indeksi.asp>], 14. 7. 2001.
2. Letno statistično poročilo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev za leto 2000. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Statpoda/Leto2000.pdf>], 18. 1. 2001.
3. Mesečno statistično poročilo za april 2001. Ljubljanska borza d. d., Ljubljana, 10. 5. 2001, 4 str.
4. Mesečno statistično poročilo za junij 2001. Ljubljanska borza d. d., Ljubljana, 12. 7. 2001, 4 str.
5. Mesečno statistično poročilo za avgust 2001. Ljubljanska borza d. d., Ljubljana, 10. 9. 2001, 4 str.
6. Podatki Združenja družb za upravljanje. [URL: <http://www.zdu-giz.si>], 15. 9. 2001.
7. Polletno statistično poročilo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev za prvo polletje leta 2001. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Statpoda/Poll2001.pdf>], 14. 7. 2001.
8. Poslovanje vzajemnih skladov. [URL: <http://www.vzajemni-skladi.net>], 15. 6. 2001.
9. Predlog Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1). [URL: <http://www.dz-rs.si/si/aktualno/spremljanje-zakonodaje/predlogi.zakonov.html>], 9. 7. 2001.
10. Prikaz strukture naložb pooblaščenih investicijskih družb in vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31. 12. 2000. [URL: <http://zdu-giz/docs/ISM1-2000-12.xls>], 14. 4. 2001.
11. Prikaz strukture naložb pooblaščenih investicijskih družb in vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 30. 6. 2001. [URL: <http://zdu-giz/docs/ISM1-200106.xls>], 14. 7. 2001.
12. Prikaz strukture naložb pooblaščenih investicijskih družb in vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31. 8. 2001. [URL: <http://zdu-giz/docs/ISM1-200108.xls>], 12. 9. 2001
13. Trg vrednostnih papirjev v letu 2000. NLB d. d., Ljubljana, 2001, 34 str.
14. Trgovanje na ljubljanski Borzi vrednostnih papirjev [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj.html>], 15. 6. 2001.
15. Zakon o bančništvu (Uradni list RS, št. 7/99).

16. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94, 68/96, 25/97 in 10/98).
17. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/92, 7/93, 31/93 in 43/93).
18. Zakon o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 50/99).
19. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99).
20. Zakoni s področja poslovanja z vrednostnimi papirji. [URL: <http://www.dz-rs.si/si/aktualno/spremljanje-zakonodaje/zakoni.html>], 9. 7. 2001.
21. Zakonodaja Republike Slovenije. [URL: <http://www.dz-rs.si/>], 15. 5. 2001.