

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

MOŽNOSTI PREOBLIKOVANJA PID-ov

Ljubljana, september 2003

IVO GASPARIČ

KAZALO

UVOD.....	1
1 PRIVATIZACIJA V SLOVENIJI.....	2
2 INVESTICIJSKI SKLADI.....	4
2.1 Vloga investicijskih skladov kot finančnih posrednikov.....	4
2.2 Prednosti ter slabosti vlaganja v investicijske sklade.....	5
2.3 Vrste investicijskih skladov.....	6
2.4 Družba za upravljanje.....	8
3 POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE.....	9
3.1 Ustanovitev pooblaščenih investicijskih družb.....	10
3.2 Pooblaščen družba za upravljanje.....	10
3.3 Pogoji trgovanja pooblaščenih investicijskih družb.....	12
3.4 Dejavnost pooblaščen investicijske družbe.....	12
3.4.1 Zbiranje certifikatov.....	13
3.4.2 Zamenjava certifikatov za delnice podjetij.....	13
3.4.3 Upravljanje s premoženjem.....	15
3.5 Vstop pooblaščenih investicijskih družb na borzo vrednostnih papirjev.....	17
3.6 Dividende pooblaščenih investicijskih družb.....	19
3.7 Problemi pooblaščenih investicijskih družb.....	19
3.7.1 Problem privatizacijske vrzeli.....	19
3.7.2 Javno mnenje o pooblaščenih investicijskih družbah.....	23
4 ALTERNATIVE PREOBLIKOVANJA POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB.....	24
4.1 Statusne spremembe pooblaščenih investicijskih družb v letih 1996-1998 ...	24
4.2 Preoblikovanje dela pooblaščenih investicijskih družb v pokojninske sklade	26
4.3 Alternative za preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji	27
4.3.1 Preoblikovanje v investicijsko družbo.....	27
4.3.2 Preoblikovanje v vzajemni sklad.....	29
4.3.3 Preoblikovanje v finančni holding.....	31
4.3.4 Prenehanje delovanja pooblaščenih investicijskih družb z likvidacijo ..	32
4.4 Primeri preoblikovanj pooblaščenih investicijskih družb.....	32
SKLEP.....	35
LITERATURA.....	37
VIRI.....	40
SLOVAR KRATIC.....	41
PRILOGA	

UVOD

Nastanek pooblaščenih investicijskih skladov je v Sloveniji povezan s postopkom lastninskega preoblikovanja podjetij. Na prehodu v tržno gospodarstvo so se podjetja, ki so bila do takrat v družbeni lasti morala lastninsko preoblikovati, kajti s tem naj bi se dosegla večja konkurenčnost gospodarstva.

Pooblaščne investicijske družbe so v tem procesu odigrale pomembno vlogo, vendar pa so bile od vsega začetka mišljene kot prehodne institucije, ki bi se s časom preoblikovale v normalne investicijske sklade. Vendar so se tako med samim procesom privatizacije kot tudi kasneje pojavile mnoge napake in težave, zaradi katerih se pooblaščne investicijske družbe še danes ne morejo preoblikovati v normalne finančne institucije, kot jih pozna razviti svet.

Diplomsko delo je razdeljeno na štiri dele. V prvem delu sem na kratko opisal celoten proces lastninskega preoblikovanja podjetij v Sloveniji. Poleg razlage besede privatizacija sem omenil alternativne modele privatizacije, predstavil pa sem tudi metodiko ugotavljanja velikosti lastniškega kapitala podjetja, ki je bilo namenjeno lastninskemu preoblikovanju. Kratko sem naštel tudi metode, ki so se uporabljale za lastninsko preoblikovanje podjetij.

V drugem delu sem kratko predstavil investicijske sklade. Zaradi boljšega razumevanja vloge ter alternativ pri preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb, je smiselna kratka predstavitev namena, delovanja, vrst, sestave in vloge investicijskih skladov, ki so pomembni del finančnih trgov v svetu že vrsto let.

V tretjem delu sem predstavil pooblaščne investicijske družbe v Sloveniji. Kratko sem opisal nastanek pooblaščenih investicijskih družb ter zakonske omejitve, ki so postavljene s strani regulatorja. Predvsem pa je velik poudarek na dejavnosti pooblaščenih investicijskih družb. V tem poglavju sem obravnaval tudi problematiko tako imenovane privatizacijske luknje ter javnega mnenja, ki pooblaščenim investicijskim družbam v Sloveniji dajejo močan negativen prizvok.

V četrtem poglavju sem v začetku predstavil statusne spremembe pooblaščenih investicijskih družb, ki so se zgodile pred sprejetjem novega Zakona o investicijskih družbah in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 110/2). Za tem pa sem predstavil in obravnaval prednosti in slabosti preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb tako s strani delničarjev kot s strani družb za upravljanje. Na koncu tega poglavja pa sem podal še konkretne primere preoblikovanj pooblaščenih investicijskih družb v zadnjem času.

1 PRIVATIZACIJA V SLOVENIJI

Konec 80-ih ter v začetku 90-ih let se je v mnogih vzhodnih in srednjeevropskih državah začela sprememba političnega ter hkrati tudi ekonomskega oziroma gospodarskega sistema. Republika Slovenija je po letu 1990 oz. po osamosvojitvi začela postopen prehod v tržno gospodarstvo.

Privatizacija naj bi pomenila neposredno prodajo javnega sektorja privatnim fizičnim ali pravnim osebam. S tem posegom naj bi država dosegla predvsem izboljšanje konkurenčnosti gospodarstva, zmanjšanje svojega proračunskega deficita, omejitev sindikalne moči ter izboljšanje kvalitete izdelkov in raznovrstnejšo ponudbo le teh (Kovač, 1993, str. 17). Preko privatizacije se tako doseže sprememba neučinkovitih državnih podjetij v učinkovita zasebna podjetja.

Ključno vlogo v odpravljanju družbene lastnine oziroma privatizacije so v Slovenji dobile pooblaščenke investicijske družbe. »Privatizacija pomeni zelo kompleksen, abstraktno teoretski in konkretno zgodovinski proces, ki se je v razvitih tržnih državah izkazal kot prehod iz industrijske k postindustrijski družbi, v socialističnih državah kot način uveljavitve ekonomskih reform in v najmanj razvitih državah kot strategija razvoja. Privatizacija lahko postane metafora družbenih sprememb sodobne civilizacije, ki je objektivno nujno ambivalentna in protislovna in nosi v sebi dva temeljna problema sodobne družbe: ekonomsko učinkovitost in politično pravičnost« (Kovač, 1990, str. 707).

Po osamosvojitvi Republike Slovenije je leta 1991 vlada preklicala Jugoslovanski program privatizacije. Pojavilo se je nekaj modelov privatizacije. Prvi med njimi je bil Mencingerjev zakon, sledil pa mu je Sashs – Umkov zakon. Verjetno najodmevnejši je bil tako imenovani Ribnikarjev predlog, ki je temeljil na ideji, da se premoženje, ki ga je država razdelila državljanom prenese na Odškodninski sklad, Pokojninski sklad ter na Sklad RS za razvoj. Tako bi se zagotavljale pokojnine v okviru sicer pokojninskega sistema sprotnega prispevnega kritja; t.i. prvega stebra pokojninskega sistem. Hkrati bi bila omogočena lažja uvedba drugega stebra pokojninskega sistema, ki temelji na sistemu kapitalskega ali premoženjskega kritja. Pokojninski sistem, ki temelji na premoženju ali kapitalu je ekonomsko bolj smotrno (Ribnikar, 1998, str. 49-51).

Tako je bil leta 1992 sprejet Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPP, Uradni list RS, 55/92), ki je uredil lastninsko preoblikovanje podjetij z družbenim kapitalom v podjetja z zasebnim kapitalom. Lastninsko preoblikovanje podjetja po tem zakonu pomeni spremembo podjetja z družbenim kapitalom v podjetje z znanimi lastniki na celotnem trajnem kapitalu preoblikovanega podjetja (17. člen ZLPP, 1992).

Družbeni kapital je bil po Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij opredeljen kot razlika med vrednostjo sredstev (aktivo) in obveznosti podjetja in ga je računovodsko opredeljevala otvoritvena bilanca. Otvoritveno bilanco pa je podjetje lahko izdelalo na dva načina. Po prvi metodi je podjetje iz otvoritvene bilance, ki je zajemala celotni kapital podjetja, izločilo premoženje, ki je bilo izločeno iz procesa lastninjenja po samem lastninskem preoblikovanju (kmetijska zemljišča, gozdovi,...) ali pa je bilo izločeno iz lastninjenja zaradi vrnitev premoženja denacionalizacijskim upravičencem (Spremembe in dopolnitve ZLPP, 1993, 3.-5.člen). Z izločitvijo premoženja je dobilo drugo različico otvoritvene bilance, kjer je ugotovilo družbeni kapital namenjen lastninjenju. Po drugi metodi pa je otvoritveno bilanco podjetje dobilo s cenitvijo podjetja, ki so jo opravili pooblaščen cenilci (Kovač, 1993, str. 35). Podjetje je nato sprejelo odločitev o načinu lastninskega preoblikovanja oziroma se je odločilo za kombinacije načinov.

Po Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij (18. člen ZLPP, 1992), je bilo predvideno sedem metod, ki so kombinacija tako komercialnih privatizacijskih metod kot tudi brezplačne razdelitve. Metode so:

- brezplačen prenos delnic na sklade

Po tej metodi se 10 % navadnih delnic prenese na Slovenski odškodninski sklad, 10 % na Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja, 20 % pa se prenese na Sklad za razvoj (danes Slovenska razvojna družba), ki te delnice proda pooblaščenim investicijskim družbam.

- interna razdelitev
- notranji odkup
- javna prodaja delnic z javno dražbo
- prodaja vseh sredstev s prenehanjem podjetja
- večanje kapitala podjetja
- prenos preostalih delnic na Sklad za razvoj (danes Slovenska razvojna družba)

Osnovni cilj lastninjenja je bilo iskanje lastnikov za družbeno premoženje in pretvorba le tega v državno in zasebno lastnino. S tem naj bi se povečala učinkovitost gospodarstva. Tako so državljani Republike Slovenije dobili na dan 5.12.1992 lastniške certifikate oziroma evidenčne račune pri službi družbenega knjigovodstva. Zneski so se gibali od 100.000 do 400.000 tolarjev. Osnova za velikost zneska je bila starost državljana ter njegova delovna doba na omenjeni datum. V PID-e je preko privatizacije investiralo 1.300.000 delničarjev (65 % prebivalstva) (Žnidaršič, 1999, str. 58).

Vlada je ocenila, da je knjigovodska vrednost družbenega kapitala znašala na dan 1.1.1993 850 milijard SIT. Skupna masa certifikatov, ki so bili razdeljeni med državljane RS je znašala 567 milijard SIT (Toplak, 1997a,). Državljanje so v PID-e vložili 329 milijard SIT, v podjetja pa 181 milijard SIT. Neporabljenih pa je iz različnih razlogov ostalo za 57 milijard SIT izdanih certifikatov (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 49).

2 INVESTICIJSKI SKLADI

Kot posebna oblika pri procesu privatizacije so se na slovenskem trgu kapitala pojavile t.i. pooblašene investicijske družbe. Le te so posebna oblika investicijskih družb značilna za gospodarstva, ki so na prehodu iz planskega v tržno gospodarstvo začela postopek odprave družbene lastnine oz. privatizacije. Vendar se zdi smiselno, da se na kratko predstavi vloga, oblike ter delovanje »navadnih« investicijskih skladov, ki so v razvitih tržnih gospodarstvih prisotne že dalj časa in imajo na trgu kapitala zelo pomembno vlogo.

Investicijski sklad je podjetje, katerega edini namen je javno zbiranje denarnih sredstev fizičnih in pravnih oseb in nalaganje teh sredstev v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelih razpršitve tveganj. Gre torej za finančne institucije, ki pritegnejo kapital posameznikov z izdajo ter prodajo lastnih vrednostnih papirjev. Imetniki teh lastniških papirjev imajo terjatev napram skladom. Tako se skladi uvrščajo med nedenarne finančne institucije, saj posredujejo pri prenosu finančnih prihrankov v nedenarni obliki in ne sprejemajo vlog, ampak si zagotavljajo sredstva z izdajo lastnih vrednostnih papirjev. Sredstva, zbrana na tak način, potlej nalagajo predvsem v vrednostne papirje in sestavijo svoja finančna premoženja (portfelje), za katere je značilna velika razpršenost naložb, ki zmanjšuje tveganost portfelja (Fabozzi, Modigliani, 1992, str. 15).

V svetu igrajo investicijski skladi zelo pomembno vlogo na trgu kapitala, vanje pa radi vlagajo prihranke tisti varčevalci, ki se izogibajo prevelikemu tveganju ter ne razpolagajo z ustreznim znanjem, da bi se lahko sami odločali za neposredne naložbe (Zobavnik, 1994, str. 5).

2.1 Vloga investicijskih skladov kot finančnih posrednikov

V svetu so investicijski skladi opredeljeni kot institucije za zbiranje denarnih sredstev s prodajo lastninskih deležev investitorjem. Tako zbrana denarna sredstva se investirajo v različne vrste naložb, ki tvorijo premoženje (portfelj) investicijskega sklada, katerega ponavadi upravlja management v posebni finančni instituciji (Ribnikar, 1990, str. 137).

Investicijski skladi se vrivajo med podjetja, ki izdajajo vrednostne papirje ter med posameznike, ki imajo prihranke. Delujejo torej na principu zbiranja kapitala z izdajo posrednih vrednostnih papirjev, ter tako zbrana sredstva investirajo v neposredne vrednostne papirje, v delnice in obveznice podjetij in države. Lahko rečemo, da spreminjajo neposredne vrednostne papirje v posredne, ki so običajno manj tvegani od neposrednih. Zato so za končnega varčevalca privlačen finančni instrument (Ribnikar, 1994a, str 86). Hkrati pa investicijski skladi aktivno nastopajo na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev, kjer kupujejo in prodajajo vrednostne papirje.

Premoženjska bilanca investicijskega sklada ima v aktivih delnice in druge papirje podjetij in bank ter obveznice države na vseh ravneh (primarne finančne oblike), v pasivi pa prevladujejo izdane delnice (sekundarne finančne oblike) (Ribnikar, 1999, str. 218).

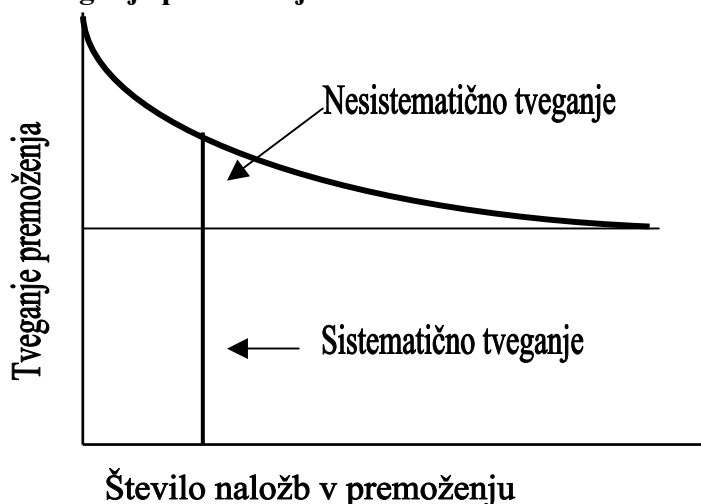
Zaradi vse bolj kompleksnega finančnega trga ter njegovega zapletenega delovanja, se vse bolj pojavlja potreba po strokovnem upravljanju ter razpršitvi premoženja. Investicijski skladi s svojim specifičnim delovanjem zadovoljijo tako potrebo po strokovnem upravljanju kot tudi potrebo po razpršitvi premoženja (Zobavnik, 1994, str. 4).

Investicijski skladi upravljajo s premoženjem, ki ga izkazujejo v aktivih. Njihova regulativna struktura in nadzor zagotavljata, da so zaupanja vredni finančni posredniki, ki zbrane finančne prihranke nalagajo v tržne vrednostne papirje. Zaradi razpršenosti naložbenega portfelja so vlaganja v take sklade manj tvegana pri dani donosnosti, zato predstavljajo privlačno obliko naložb malih investitorjev (Jašovič, 1999, str. 30).

2.2 Prednosti ter slabosti vlaganja v investicijske sklade

Investiranje v delnice investicijskih skladov je dokaj varno zaradi razpršenosti njihovih vlaganj v podjetja, banke in druge institucije. S tem se tveganje premoženja močno zmanjša. Praktično se z razpršitvijo naložb odpravi nesistematično tveganje. Ostane le sistematično tveganje, ki je odvisno od splošno gospodarskih gibanj in ga ni mogoče odpraviti z razpršitvijo (Mramor, 1995, str. 88).

Slika 1: Tveganje premoženja



Vir: Mramor, 1995, str. 80.

Naložbe v investicijske sklade so varnejše od neposrednih naložb, saj obstaja zelo majhna verjetnost, da bi velika izguba vrednosti posamezne naložbe bistveno vplivala na izgubo vrednosti celotnega sklada (Zobavnik, 1994, str. 8). Z učinkovito diverzifikacijo sklad doseže zmanjšanje tveganja. Poleg razpršenosti naložb zagotavljajo v skladih tudi strokovno finančno upravljanje naložb in ekonomije obsega pri stroških poslovanja (Zajec, 2000, str. 3).

Poleg zgoraj naštetih prednosti, ima investiranje v investicijske sklade, v primerjavi z neposrednim investiranjem, tudi nekaj slabosti. Naložba ni zavarovana kot so na primer vsaj delno zavarovani depoziti v bankah (Zajec, 2000, str. 3, 4). Za razliko od depozitnih finančnih institucij pozitivna donosnost naložb v investicijskih skladih ni zagotovljena. Donosnost skladov je predvsem odvisna od investicijskih odločitev upravitelja sklada ter seveda od tržnih razmer. Z investiranjem v sklade se investitor izogne potencialnemu donosu, ki bi ga lahko dosegel z neposrednim investiranjem (Dimovski, 1995, str. 106).

2.3 Vrste investicijskih skladov

Investicijske družbe se delijo po mnogih kriterijih, vendar bom omenil le enega izmed kriterijev, ki je pomemben za kasnejše razumevanje problematike. Ta kriterij deli investicijske sklade glede na organizacijsko obliko in vsebino pravic investitorja v razmerju do investicijskega sklada. Tako poznamo (Fabozzi, Modigliani, Ferri, 1994, str. 144):

- odprti investicijski skladi

Odprtim investicijskim skladom pravimo tudi vzajemni skladi. Le ti niso pravne osebe. Pri taki obliki sklada lahko investitor kupi ali proda posamezne enote premoženja sklada ob vsakem času. Od vzajemnega sklada lahko investitor kupi investicijske kupone oziroma točke. Cena kuponov se določa dnevno in je enaka čisti vrednosti sredstev na investicijski kupon. Čisto vrednost sredstev sklada se izračuna tako, da se celotna sredstva vzajemnega sklada zmanjša za znesek vseh obveznosti in rezervacij. Čisto vrednost na investicijski kupon pa se izračuna tako, da čisto vrednost sredstev delijo s številom enot premoženja, ki jih ima vzajemni sklad v obtoku. Za dnevno določanje vrednosti sredstev pa mora imeti tak sklad svoja sredstva naložena v takšnih vrednostnih papirjih, za katere je vsak trenutek znan tečaj. Tečaj pa je znan predvsem za vrednostne papirje, ki kotirajo na borzah. Cena investicijskega kupona pa se vsak dan objavi v časopisih.

Vzajemni skladi zmanjšujejo tveganje premoženja skozi razpršitev naložb. Likvidnost investiranja v odprte investicijske sklade je velika, saj je vedno možna prodaja ali nakup investicijskega kupona. Tako obliko sklada bi lahko imenovali tudi sklad s spremenljivim obsegom kapitala, kajti vzajemni skladi stalno izdajajo oziroma

prodajajo svoje delnice. Prav tako pa so že prodane delnice pripravljene odkupiti od delničarjev v vsakem trenutku. Zaradi tega pa se število delnic oziroma vrednost sredstev stalno spreminja. Vzajemni sklad oblikuje rezervo v gotovini za določen obseg dnevnega odkupa svojih delnic. V primeru, da odkupi močno narastejo pa mora vzajemni sklad prodati vrednostne papirje, ki jih drži med svojimi naložbami. Tako dobi gotovino, ki jo potrebuje za izplačilo delničarjev (Zajec, 2000, str. 7).

Če primerjamo priljubljenost odprtih in zaprtih skladov v ZDA v devetdesetih letih, hitro ugotovimo, da je bilo razmerje med številom posameznih skladov 10:1 v korist odprtih skladov. Razlog za to je v dejstvu, da imajo odprti skladi garancijo za večjo likvidnost, med njimi je večja izbira, bolj pa so tudi prilagojeni potrebam investitorjev (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 25). Investitorji lahko vzajemni sklad zamenjajo kadar koli želijo, med upravljalci pa obstaja neprestano tekmovanje za obstoječe in morebitne nove vlagatelje. Uspešni vzajemni skladi beležijo vstopne nove vlagatelje in osnova, na podlagi katere obračunavajo provizijo, se povečuje. Nasprotno pa neuspešni vzajemni skladi beležijo izstopne in posledično zmanjšanje provizij, tako da so prisiljeni k odprodaji tržnih vrednostnih papirjev in so postopoma izločeni iz konkurenčne tekme. Nadzorni organi nadzorujejo predvsem strukturo naložb, ki mora zagotavljati visoko likvidnost vzajemnega sklada (Bogadnovski, 1998, str. 13). Interesi upravljalcev in vlagateljev so usklajeni, zaščita vlagateljev pa je boljša zaradi možnosti izplačila neposredno od upravljalcev. Obseg premoženja, ki ga upravljajo neuspešni upravljalci, se lahko hitro zmanjša (Zajec, 2000, str. 70).

- zaprti investicijski sklad

Zaprti investicijski skladi so opredeljeni kot skladi s fiksno nominalno vrednostjo kapitala in so torej samostojne pravne osebe oziroma podjetja. Število delnic sklada oziroma njegova velikost je določena ob ustanovitvi. Z razliko od vzajemnega sklada, se število delnic ne spreminja. Vrednost premoženja sklada pa se spreminja le s spremembami tečajev vrednostnih papirjev, ki jih ima tak sklad med svojimi naložbami. Lahko pa se poveča tudi z občasnimi izdajami novih delnic. Cena delnice investicijskega sklada se oblikuje na sekundarnem trgu glede na povpraševanje in ponudbo. V večini primerov ni enaka čisti vrednosti sredstev na delnico (Pinterič, 2002).

Investitorji investicijskih družb imajo izhod samo preko trga vrednostnih papirjev, kjer lahko prodajo delnice takih skladov. V primerjavi s čisto vrednostjo sredstev na delnico, je cena delnice lahko nižja oz. v diskontu ali pa višja oz. v premiji. Običajno kotirajo z diskontom na čisto vrednost sredstev in le izjemoma s premijo. Razlog zato se skriva predvsem v manjši likvidnosti takih delnic in stroških prodaje (borzne in posredniške provizije) na finančnem trgu. Delnice zaprtih skladov se v primarni izdaji običajno prodajajo s premijo na nominalno vrednost (zaradi pokrivanja ustanovitvenih stroškov), zato investicijski svetovalci malim vlagateljem take nakupe odsvetujejo. So pa delnice

zaprtih investicijskih skladov lahko zanimiva naložba na sekundarnem trgu, še posebno če so diskonti na čisto vrednost sredstev relativno visoki zaradi podcenjenosti (Jašovič, 1999, str. 31).

Zaradi takšnega načina trgovanja je pritisk na upravitelje zaprtih investicijskih skladov manjši, saj se jim ni potrebno ukvarjati z nakupi in prodajami vrednostnih papirjev. Z razliko od odprtega investicijskega sklada, kjer investitorji dnevno vstopajo v sklad in izstopajo iz sklada, imajo upravitelji zaprtega investicijskega sklada več časa za ustrezne analize vrednostnih papirjev in določanje časovnih terminov nakupov in prodaj vrednostnih papirjev ter imajo zato tudi mnogokrat ugodnejše investicijske rezultate (Zajec, 200, str. 8).

Eden glavnih motivov za ustanovitev zaprtih investicijskih skladov in za vlaganje v takšne sklade v razvitem svetu je investiranje sredstev v zelo specifične naložbe s pričakovano visoko stopnjo donosa predvsem na dolgi rok. To so naložbe v vrednostne papirje na razvijajočih se trgih kapitala, ki bodo morda šele čez nekaj let uvrščeni na organiziran trg vrednostnih papirjev ali pa naložbe v majhna podjetja, ki so trenutno v krizi (in so zelo poceni), vendar pa se zanje pričakuje, da bodo v prihodnosti zelo uspešna. Pogosto gre za naložbe v majhna podjetja, ki razvijajo nove tehnologije, za katere še ni znano, ali bodo sploh uspešne in uporabne (računalništvo, genetika, bioinženiring,...) in ki zaradi visokega tveganja sploh ne uspejo pridobiti bančnih kreditov. Številni zaprti investicijski skladi, ki investirajo sredstva v takšne naložbe, ne prodajo teh naložb vse dokler ne postanejo tržne in se z njimi ne začne trgovati na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, oziroma dokler podjetja, v katera so investirali, ne postanejo uspešna (cena njihovih delnice se močno poviša). Takšni investicijski skladi lahko po uspešni prodaji naložb gredo v likvidacijo, se preoblikujejo v vzajemni sklad ali pa ponovno investirajo pridobljena sredstva kot zaprti investicijski sklad v že omenjeno vrsto naložb (Easton, 1999, str. 13).

2.4 Družba za upravljanje

Investicijski skladi se ne smejo upravljati sami. Tako ima vsak investicijski sklad t.i družbo za upravljanje, ki sprejema investicijske odločitve ter trži nove delnice investicijskih skladov. V razmerju do investicijske družbe mora voditi postopke v zvezi z ustanovitvijo skladov, skrbeti za ustrezno razpršenost vrednostnih papirjev, enkrat mesečno poročati o nakupih in prodajah vrednostnih papirjev, ki jih je opravila v imenu in za račun investicijske družbe. Na zahtevo nazornega sveta mora tudi poročati o stanju na finančnem trgu in po potrebi pojasnjevati okoliščine, ki so pomembne za presojo ustreznosti naložb v posamezne vrednostne papirje, izdelati premoženjsko bilanco in izkaz uspeha za vsak sklad posebej in ločeno od finančnih podatkov družbe same, pripraviti predlog razdelitve dobička ter zagotoviti pogoje za upravljanje investicijske družbe, njeno poslovanje in delovanje njenih organov (Dimovski, 1995, str. 113).

DZU realizira svoje prihodke od storitvene dejavnosti, ki jo opravlja. Ponavadi je provizija izražena v odstotkih od sredstev investicijske družbe. Družba za upravljanje mora profesionalno ravnati pri sestavi portfelja. Zato je nujno, da je pri svojem delu samostojna in neodvisna, čeprav ima investicijska družba vpogled in nadzor nad njenim poslovanjem. Zagotoviti si mora kadre z ustreznim znanjem in izkušnjami s področja financ (Dimovski, 1995, str. 107).

3 POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94, 110/2) opredeljuje dve temeljni obliki investicijskih skladov:

- vzajemni sklad
- investicijska družba
- druge oblike skladov (indeksni sklad, namenski sklad, investicijski sklad denarnega trga,...)

Poleg zgoraj omenjenih oblik investicijskih skladov pa je zakon opredelil tudi posebno obliko skladov, ki so bili značilni za države v prehodu. Tako je pravno urejen nastanek ter delovanje pooblaščenih investicijskih družb. Te so bile ustanovljene z namenom zbiranja lastniških certifikatov in odkupa delnic, izdanih v skladu s predpisi o lastninskem preoblikovanju podjetij (126. člen ZISDU, 1994). Pooblaščne investicijske družbe se ne smejo upravljati same. Zakon je zato opredelil tudi pooblaščno družbo za upravljanje, ki je družba za upravljanje, ki je pridobila posebno dovoljenje od Agencije za trg vrednostnih papirjev za upravljanje pooblaščne investicijske družbe. (16. in 127. člen ZISDU, 1994).

Opaziti je, da so z razliko od investicijskih skladov v razvitih gospodarstvih motivi ter razlogi za ustanavljanje pooblaščenih investicijskih družb ter njihovih družb za upravljanje povsem drugačni. Hkrati pa so pooblaščne investicijske družbe po svoji logiki, tehniki ter nekaterih drugih funkcijah delovanja v podobni splošnim investicijskim skladom. Zaradi tega pa obsega Zakon o investicijskih skladih ter družbah za upravljanje prilagojena zakonska določila (Priatelj Volarič, 1996, str. 221).

PID-i po svoji naravi spadajo med zaprte investicijske sklade. V skladu z zakonom nosijo vzdevek pooblaščeni ker (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 263):

- imajo pravico zbirati certifikate iz privatizacije
- imajo pravico s certifikati nastopati na dražbah Sklada za razvoj RS, na katerih se za certifikate ponuja družbeno premoženje
- tudi potem, ko zamenjajo vse certifikate v delnice in deleže podjetij praviloma ne morejo zadostiti pogojem Zakona za preoblikovanje v pravi investicijski

sklad, ker njihova struktura naložb ne ustreza pogojem, ki jih zakon določa za pravo investicijsko družbo

3.1 Ustanovitev pooblaščenih investicijskih družb

Pooblašcene investicijske družbe so v času privatizacije odigrale vlogo posrednika med posameznimi imetniki lastniških certifikatov in podjetji, ki so se lastnile. Tako kot običajni investicijski skladi so bile pooblašcene investicijske družbe namenjene predvsem tistim imetnikom lastninskih certifikatov, ki niso imeli zadostnih informacij o podjetjih, ki niso mogli ali želeli vlagati certifikate neposredno v podjetja in niso imeli potrebnih znanj. Preko razpršenosti naložb ter preko strokovne usposobljenosti osebja, ki upravlja portfelj pooblašcene investicijske družbe, se zmanjša stopnja negotovost in stopnja tveganja pri naložbi certifikata. Pooblašcene investicijske družbe so tako postale instrument pospešene, masovne in neodplačane privatizacije. Preko njih je bil razdeljen pomemben delež družbenega kapitala med državljanke Republike Slovenije (Priatelj Volarič, 1996, str. 222).

Z razliko od običajne investicijske družbe, so pooblašcene investicijske družbe zbirale denarna sredstva in lastniške certifikate ter jih nalagale v delnice podjetij (137. člen ZISDU, 1994). Lastniški certifikati so se zbirali z izdajo delnic pooblašcene investicijske družbe. Vendar pa delnice pooblašcene investicijske družbe, z razliko od delnic redne investicijske družbe, niso bile prenosljive s pravnimi posli med živimi, dokler se niso uvrstile v kotacijo na borzi. Delnice pooblašcene investicijske družbe so morale biti vplačane v celoti pred vpisom v sodni register. Rok za vpis in vplačilo je bil 6 mesecev od dne, ko je bil določen začetek vpisovanja. Če pooblašcana investicijska družba ni zbrala zadostnega števila certifikatov, je bila ustanovitev neuspešna (135. člen ZISDU, 1994).

3.2 Pooblašcana družba za upravljanje

PID-i so organizirani v delniške družbe. Ustanovljeni so bili s strani pooblašcene družbe za upravljanje, s katero imajo sklenjeno pogodbo o upravljanju. PID je lahko ustanovila le pooblašcana družba za upravljanje, ki je dobila posebno dovoljenje za upravljanje pooblašcene investicijske družbe od Agencije za trg vrednostnih papirjev. Najnižji znesek osnovnega kapitala pooblašcene investicijske družbe je znašal 100.000.000 SIT in ni smel presegati 10.000.000.000 SIT. Hkrati pa je bila ob ustanovitvi uprava pooblašcana, da je povečala osnovni kapital za 5 % zneska osnovnega kapitala ob ustanovitvi pooblašcene investicijske družbe z izdajo novih delnic pooblašceni družbi za upravljanje namesto plačila provizije (134. člen ZISDU, 1994).

PID je lahko ustanovila samo ena pooblašcana družba za upravljanje – PDZU (170. člen ZGD). PDZU-ji imajo dovoljenje za delovanje od Agencije za trg vrednostnih papirjev

– ATVP (15. in 16. člen ZISDU, 1994). Lahko so ustanovili enega ali več PID-ov. V povprečju so imele med ustanovitelji pooblaščenih družb za upravljanje glede na dejavnost 41 % delež banke in druge finančne institucije, 15 % delež so imele zavarovalnice, 20 % druge pravne osebe ter 24 % fizične osebe (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 70).

PDZU je bila upravičena do povrnitve dejanskih stroškov ustanovitve PID-a, ki niso smejo presegati 5 % vrednosti osnovnega kapitala ob ustanovitvi PID-a (136. člen ZISDU, 1994). Poleg tega ima PDZU tudi pravico do provizije za upravljanje PID – a, ki pa letno ne sme presegati 3 % povprečne letne čiste vrednosti PID-a. Ker pa je zakon predvideval možnost likvidnostnih težav, je določil tudi to, da se del provizije za upravljanje v višini 1 % povprečne letne čiste vrednosti sredstev PID-a ne sme izplačati v denarju, ampak z izdajo novih delnic. PDZU pa se s pogodbo zaveže, da teh delnic ne bo prodala, dokler upravlja PID ali dokler se te delnice ne uvrstijo v kotacijo na borzi in da ne bo uveljavljala pravic upravljanja iz delnic v tem obdobju (139. člen ZISDU, 1994).

Pooblaščen družba za upravljanje opravlja vse aktivnosti, od ustanovitve do upravljanja PID-a. V imenu ter za račun PID-a je dolžna opravljati vse posle v zvezi z upravljanjem finančnega premoženja PID-a in zagotoviti pogoje za upravljanje in poslovanje PID-a. PID pa se zaveže, da ji bo za storitev upravljanja plačeval provizijo. Aktivnosti vezane na pogoje poslovanja PID-a bi lahko razvrstili po naslednjem vrstnem redu (Priatelj Volarič, 1996, str. 224-225):

- pridobitev soglasja nadzornega organa (Agencije za trg vrednostnih papirjev) za ustanovitev PID-a
- organizacija vpisovanja in vplačevanja delnic PID-a z lastninskimi certifikati ali z denarnimi sredstvi ter evidentiranje poteka vpisovanja z vodenjem preliminarne delniške knjige
- z zaključkom vpisovanja in vplačevanja delnic sklic ustanovne skupščine delničarjev ter vpis PID-a v sodni register
- zastopanje PID-a kot kupca delnic podjetij, ki se lastnijo na dražbah Sklada Republike Slovenije za razvoj
- upravljanje s portfeljem PID-a, ki ga sestavljajo kratkoročni, dolgoročni lastniški in dolžniški vrednostni papirji, depoziti, nepremičnine in denarna sredstva, upoštevajoč omejitve, ki jih določa ZISDU

Izmed vseh aktivnosti, ki sem jih naštel v tem podpoglavju, PDZU-ji sedaj upravljajo s premoženjem PID-ov. Za to so tudi upravičeni do provizije za upravljanje. Pri ostalih

aktivnostih je šlo ali za enkratne aktivnosti (pridobitev soglasja ATVP), ali pa so se le te zaključile v preteklosti (zbiranje in zamenjava certifikatov za delnice podjetij).

3.3 Pogoji trgovanja pooblaščenih investicijskih družb

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje je določil tudi pogoje trgovanja PID-a z vrednostnimi papirji, ki jih drži v svojem portfelju. Pooblaščen investicijska družba ima lahko sredstva naložena v nepremičninah, ki ga pridobi od Sklada Republike Slovenije za razvoj, pri čemer takšne naložbe ne smejo presegati 20 % vseh naložb pooblaščen investicijske družbe. Pooblaščen investicijska družba ne sme imeti več kot 10 % svojih naložb v vrednostnih papirjih istega izdajatelja in z njim povezanega izdajatelja. V svojih naložbah ima lahko največ 20 % vrednostnih papirjev posameznega izdajatelja – pravne osebe, ki so v poslovnem razmerju z osebami, ki so lastniki več kot 10 % delnic oziroma poslovnih deležev pooblaščen družbe za upravljanje. Pooblaščen investicijska družba je lahko trgovala s prenosljivimi delnicami, ki jih je pridobila od Sklada Republike Slovenije za razvoj, le z Odškodninskim skladom, Kapitalskim skladom pokojninskega in invalidskega zavarovanja in z drugimi pooblaščenimi investicijskimi družbami, če je pri tem izpolnila vsaj enega izmed naslednjih pogojev (140. člen ZISDU, 1994):

- če skupna prodajna cena delnic istega izdajatelja ob posamezni prodaji ni bila nižja od 5.000.000 SIT
- če prodajna cena delnic ni bila nižja od 60 % nominalne vrednosti, ki pa ni smela biti nižja od 60 % zadnje knjigovodske vrednosti delnice, zmanjšane za izkazano izgubo
- če je bila vrednost kapitala izdajatelja delnic po otvoritveni bilanci manjša od 7.000.000 SIT

Hkrati pa je lahko pooblaščen investicijska družba pri trgovanju s prenosljivimi delnicami, ki jih je pridobila od Sklada Republike Slovenije za razvoj, z drugimi pooblaščenimi investicijskimi družbami uporabljala tudi lastniške certifikate.

Ker so pooblaščen družbe za upravljanje pravne osebe, imajo svoje delničarje. Pooblaščen družba za upravljanje mora torej realizirati dobiček tako za svoje delničarje kot tudi za delničarje pooblaščen investicijske družbe, ki jo upravlja (Dimovski, 1995, str. 107).

3.4 Dejavnost pooblaščen investicijske družbe

Izmed vseh dejavnosti PDZU-ja v zvezi z upravljanjem PID-a, ki so opisane v prejšnjem poglavju, bom podrobneje opisal aktivnosti povezane z zbiranjem lastninskih certifikatov, zamenjavo lastniških certifikatov za delnice podjetij ter upravljanje portfelja.

3.4.1 Zbiranje certifikatov

Obdobje zbiranja lastninskih certifikatov s strani PID-ov se je zaključilo 30. junija 1997. Na ta dan je namreč potekla veljavnost lastninskih certifikatov. Državljeni so morali do tega dne nekam „vložiti“ svoj certifikat, ki so ga prejeli v obdobju lastninskega preoblikovanja podjetij. PID-i so morali po Uredbi o načinu zbiranja lastniških certifikatov s strani pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 72/93, 40/94) pred začetkom zbiranja lastninskih certifikatov državljanov Republike Slovenije objaviti javni oglas z vabilom k vpisu in vplačilu delnic PID-ov. Javni oglas je moral biti objavljen v dnevnem časopisju z veliko naklado najmanj 30 dni pred začetkom vpisovanja delnic PID-ov. Ob izdaji javnega oglasa je moral PID izdelati svoj prospekt, ki je moral vsebovati podatke, ki so omogočali kupcu delnice vpogled v pravni in finančni položaj PID-a ter pooblaščene družbe za upravljanje, poslovne možnosti in pravice imetnika delnice. Prospekt je moral biti brezplačno na voljo na vseh vpisnih mestih.

Zamenjava lastninskih certifikatov za delnice je potekala pri PID-u, pri drugih pravnih osebah, ki jih je za to pooblastil PID oziroma pri bankah in organizacijah za plačilni promet, ki jih je za to pooblastil PID. Vplačilo delnic z izročitvijo lastninskih certifikatov se je opravilo z lastninsko nakaznico in vpisnico za PID. S tem je PID dobil dovoljenje od imetnika certifikata za prevknjižbo sredstev s svojega evidenčnega računa na račun PID-a. V primeru, da so se delnice PID-a vplačale z gotovino, se je pri vpisu uporabila le vpisnica. Rok za vpis in vplačilo delnic je bil 6 mesecev od dneva začetka vpisovanja. Če PID-u ni uspelo v tem obdobju vpisati vseh delnic, je bila ustanovitev PID-a v skladu z zakonom neuspešna.

Tako odraža premoženjska bilanca PID-a po zaključenem vpisovanju in vplačevanju delnic PID-ov z lastninskimi certifikati ter denarnimi sredstvi med viri sredstev izdane delnice (imenske in navadne), med sredstvi pa zbrane lastninske certifikate ter zbrana denarna sredstva (Priatelj Volarič, 1996, str. 211).

3.4.2 Zamenjava certifikatov za delnice podjetij

Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij je uzakonil, da se je 20 % družbenega kapitala preneslo na Sklad za razvoj (4. člen ZLPP, 1992). Prenos je bil opravljen z namenom, da se ta del družbenega premoženja prerazdeli med PID-e. V primeru, da se je podjetje prodalo v celoti ali delno, se je 20 % kupnine preneslo na PID-e (22. člen ZLPP, 1992).

Sklad za razvoj je delnice podjetij, ki jih je pridobil s prenosom navadnih delnic na sklade ali z interno razdelitvijo, prodajal PID-om. Delnice podjetij so se menjavale za lastninske certifikate ali za denarna sredstva. Ko se je v portfoliju Sklada RS za razvoj

nabralo dovolj delnic podjetij z družbenim kapitalom, jih je ta ponudil PID- om v obliki paketov na posamezni dražbi. Za pakete teh delnic je Sklad RS za razvoj postavil izhodiščno ceno. Cena paketa se je na dražbi spreminjala v odvisnosti od povpraševanja. Končni kupec je postal tisti PID, ki je sprejel najvišjo ceno in je tako postal solastnik olastninjenega podjetja. Tako si je vsaka PDZU v imenu PID-ov, ki jih je upravljala, izbrala eno od alternativ, kam vložiti certifikate oz. denarna sredstva (Prijatelj Volarič, 1996, str. 222).

Dražbe je organiziral Sklad za razvoj RS in so potekale na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Vendar se je cena na dražbi, kjer je sodelovalo veliko kupcev in hkrati prodajna cena ni bila določena, zelo zviševala. Delnice podjetij, ki jih je Sklad RS za razvoj ponujal v paketih, so kupovali posamezni skladi. Tako bi se lahko zgodilo, da bi cena delnic zanimivih podjetij zelo narasla. Vendar se to v praksi ni dogajalo, saj so se pooblaščen družbe za upravljanje vnaprej dogovorile katere vrednostne papirje bo posamezni PID kupil. Ravno obratno pa bi se dogajalo z vrednostnimi papirji slabih podjetij. Vrednostnih papirjev takih podjetij nebi želel imeti v portfelju noben PID. Tako bi lahko ta podjetja ostala neolastninjena. Zato je Sklad za razvoj RS uvedel določene spremembe pri prodaji delnic. Tako od 9. septembra 1996 dalje prodaja delnic ni več potekala na Ljubljanski borzi v obliki javne dražbe za posamezno podjetje. Sklad za razvoj RS je namreč začel ponujati pakete na podlagi javnega razpisa za celoten paket. V paketu so bila vključena tako dobra kot slaba podjetja. Za vsak paket je bila določena enotna izklicna cena (Breznik, 1996a, str. 5).

Pooblaščen družbe za upravljanje so na podlagi razpisa organizirale interne dražbe, na katerih so se oblikovale cene posameznih paketov delnic. S tem načinom prodaje so bili zadovoljni tako Sklad za razvoj kot tudi družbe za upravljanje. Sklad zato, ker je lahko prodal vsa podjetja, ki jih je ponudil v prodajo, družbe za upravljanje pa zato, ker so imele možnost, da so za določena podjetja, za katera so bila bolj zainteresirana v skladu s svojo politiko, ponudile višjo ceno in s tem povečala svoje možnosti, da ta podjetja dobijo v svoj portfelj, ne da bi jih zaradi tega bistveno preplačevala. Vsak paket delnic, ki je imel na interni dražbi ceno višjo od cene Sklada za razvoj, je sorazmerno znižal ceno ostalih paketov delnic. In tako je tudi vsak paket delnic, ki je imel nižjo ceno od cene postavljene s strani Sklada za razvoj, sorazmerno povišal ceno ostalih paketov delnic (Teslič, 1997, str. 5).

Na interne dražbe so se pooblaščen družbe za upravljanje morale predhodno pripraviti. Posamezna PDZU je morala že pred dražbo imeti oblikovano svojo politiko ter taktiko, ki se je kazala skozi ustrezne reakcije na dražbi (Toplak, 1996, str. 1).

V nastopu družbe za upravljanje na dražbah Sklada za razvoj se je odražala njena strokovnost, iznajdljivost ter pripravljenost. S pripravljenostjo je mišljena jasno postavljena naložbena strategija, ki jo je morala družba za upravljanje opredeliti.

Medtem, ko je naložbena strategija bila še pred začetkom javne ponudbe javnosti predstavljena le okvirno (regionalna oz. vsedržavna ter panožna usmeritev), pa je morala družba za upravljanje za potrebe svoje dejavnosti razpolagati z ustreznimi študijami, ki naložbeno strategijo utemeljevale. Te so bile rezultat dela analitskih strokovnjakov. Analitsko raziskovanje je bilo lahko organizirano v okviru same družbe za upravljanje, če je le ta razpolagala z za to usposobljenimi kadri, lahko pa so to dejavnost opravljali zunanji strokovnjaki (Priatelj Volarič, 1996, str. 224).

Pooblaščen družbe za upravljanje so najprej preučile vsa gradiva, ki so bila na voljo za posamezno podjetje. Večinoma so ta poročila zajemala program lastninjenja, statut ter različna finančna poročila. Nato je Sklad za razvoj organiziral ogled podjetja, kjer so predstavniki družb za upravljanje dobili dodatno dokumentacijo ter se srečali z vodstvom podjetja. Na podlagi zbrane dokumentacije, razgovora z vodstvom ter ogleda podjetja so predstavniki družb za upravljanje sestavili zaključno poročilo ali mnenje o podjetju. Le to je bila podlaga vodstvu družbe pri sprejemanju odločitev o nakupu delnic oz. deležev podjetij. Vsaka družba za upravljanje je imela na interni dražbi pripravljeno rang listo podjetij, ki so za PID prednostnega pomena ter cene za licitiranje (Breznik, 1996, str. 6).

3.4.3 Upravljanje s premoženjem

DZU je dolžna upravljati s premoženjem sklada v okviru omejitev, ki jih postavlja ZISDU. Z lastništvom nad podjetji se vzpostavi lastniški odnos med PID-om ter podjetjem, ki se pojavi v njegovi premoženjski bilanci, v ozadju katerega stoji družba za upravljanje. Narava tega odnosa je odvisna od politike upravljanja oz. investicijske politike, ki jo je že prej začrtala družba za upravljanje. Le ta lahko v primeru velikega lastniškega deleža zavzame aktivno politiko upravljanja v podjetju in na ta način vpliva na poslovanje podjetja (Priatelj Volarič, 1996, str. 222).

V prvi vrsti je naloga investicijskega sektorja, da delnice podjetij, ki niso zanimiva za PID, proda ali pa jih zamenja za delnice drugih podjetij, ki so za sklad zanimiva. Za PID pa so zanimiva tista podjetja, v katerih imajo možnost prevzema večinskega deleža in s tem možnost povečanja aktivnega upravljanja ali pa gre za podjetja, ki so v skladu z dolgoročnimi usmeritvami razvoja PID-a, ali pa ker delnice teh podjetij v kombinaciji z delnicami drugih podjetij ali dejavnostjo različnih družb, katerih delnice oz. deleže v svojem portfelju drži PID, omogočijo učinkovito izboljšanje poslovnih rezultatov na novo kupljenih podjetij. Seveda z istim namenom pooblaščen investicijske družbe delnice podjetij tudi kupujejo (Teslič, 1997, str. 6). Upravljanje s premoženjem PID-a poteka tako, da na podlagi vnaprejšnjih opredelitev s prospektov oz. statutih PID-ov družbe za upravljanje povečujejo deleže v perspektivne družbe in zmanjšujejo deleže v neobetavne (Pinterič, 2002a).

PID-i so skozi proces lastninjenja podjetij prišli v nekaterih podjetjih do znatnega deleža. To seveda pomeni, da imajo v procesu upravljanja določenega podjetja kar precejšnje vlogo. Investicijski skladi so v razvitem svetu večinoma portfeljski vlagatelji. Pri nas pa so morali PID-i precej podjetij najprej sanirati, če so jih hoteli prodati. To pa pomeni, da so morali PID-i aktivno posegati v upravljanje podjetij (Toplak, 1996a). Ko je PID postal solastnik podjetja, so se navezali poslovni stiki z vodstvi podjetij. Z posameznim vodstvom so se dogovarjali o temeljih in ciljnih sodelovanja. Šlo je torej za aktivno spremljanje dogajanja v podjetju, ki je omogočalo pravočasno ukrepanje, v kolikor bi prišlo kakršnihkoli težav, ki bi lahko škodovale delničarjem pooblaščenim investicijske družbe (Breznik, 1996, str. 7). Večina PID-ov torej upravljanja s portfeljem ni vzela le kot prodajo ter nakup delnic oz. deležev ter udeležbo na skupščinah, temveč so pod upravljanje šteli tudi pomoč upravam pri reševanju določenih problemov, s katerimi so se srečevale pri svojem poslovanju (Prebil, 1998, str. 9). Pri uspešnih podjetjih so PID-i prepustili upravljanje podjetja vodstvu. Pri slabih podjetjih pa so morali skladi, če so hoteli podjetja prodati najprej poizkusiti izboljšati njihovo poslovanje, saj v nasprotnem primeru ni bilo mogoče najti kupca (Bogataj, 1996, str. 22).

PID-i, ki so v začetku zagovarjali vlogo aktivnega lastnika, torej tesno sodelovanje z upravami in ukvarjanje s podrobnostmi poslovnih odločitev, so s časom postajali, kar naj bi po definiciji bili, investicijski skladi brez upravljalškega interesa. Za nekatera podjetja v njihovem portfelju je to bolj kot ne slaba novica, za druga pa dobra, saj bi se lahko PID-i sčasoma kot pomembni lastniki odmaknili od samega upravljanja družb in se usmerjali predvsem v portfeljske naložbe (Šubic, 2001).

Ponudbeni oglasi, ki so jih izdelale pooblaščen družbe za upravljanje, so obljubljali nakupe velikih deležev tako imenovanih slovenskih paradnih konjev. Vendar pa njihovih delnic ni bilo dovolj za vse in v takih količinah, kot bi si želele (Rakovec, 1994, str. 22). Prav zato še danes prevelik odstotek netržnih vrednostnih papirjev predstavlja problem v portfelju PID-ov. PID-i se zato zavzemajo za prodajo takih delnic oz. deležev. Vendar se v zvezi s prodajo porajata dva problema. Prvi problem, ki nastane, je iskanje kupca. Če pa se najde kupec pa se takoj pojavi problem cene (Pinterič, 2002a).

Naloga PID-ov je, da sledijo interesom kapitala in tako selijo kapital v podjetja, ki imajo obetavne načrte in jasne cilje ter tako predstavljajo dolgoročne koristi. Pri takih podjetjih se ne bodo zavzemali za čim večje izplačilo dividend, ampak za naložbe v realizacijo načrtov in s tem bodo povečevali vrednost podjetja. Čimprej pa se bodo želeli znebiti delnic podjetij s proizvodnim programom v zreli fazi življenjskega cikla ter z managementom brez vizije (Hočevar, 1996, str. 13).

Skladom je pomembno, da upravljajo z dobrim premoženjem. To pa je takšno, na podlagi katerega bodo skladi lahko izplačevali investitorjem dividende. Hkrati pa bodo lahko tudi dokaj ugodno prodali delnice, če bodo tako želeli (Gantar, 1997, str. 10).

3.5 Vstop pooblaščenih investicijskih družb na borzo vrednostnih papirjev

Konec leta 1996 se je začelo pojavljati povpraševanje po delnicah PID-ov. V tem obdobju je šlo za povpraševanje na »sivem« trgu, saj na borzi in OTC trgu ni kotirala nobena delnica PID-ov. Cene delnic PID-ov so bile na »sivem« trgu zelo nizke glede na njihovo nominalno vrednost in so predstavljale le nekaj deset odstotkov te vrednosti. Tako so družbe za upravljanje začele pripravljati vse potrebno, da bi se delnice PID-ov uvrstile v kotacijo na borzi. S tem naj bi se preprečila prodaja delnic PID-ov po nerealno nizkih cenah. Vendar pa PID-i niso mogli naenkrat zamenjati vseh certifikatov za premoženje, ker ga je bilo premalo za vse certifikate. Nizka raven zamenjanih certifikatov za delnice nobeni družbi za upravljanje ni omogočala, da bi se s svojimi delnicami pojavila na kapitalskem trgu (Teslič, 1997, str. 4).

Delnica PID-a je tako kot delnica navadne delniške družbe vrednostni papir, ki lastniku zagotavlja udeležbo v dobičku podjetja oz. dividendo in pa pravico glasovanja na skupščini delničarjev. Po ZISDU delnice PID-ov niso bile prenosljive s pravnimi posli med živimi, dokler se niso uvrstile v borzno kotacijo (135. člen ZISDU, 1994). Šele z uvrstitvijo na borzo so lahko tisti, ki jim vloga delničarja ni ugajala ali pa so nujno potrebovali denar, delnice PID-ov prodali (Sekavčnik, 1997, str 24). Po zakonu naj bi se delnice PID-ov uvrstile v borzno kotacijo takrat, ko je bilo najmanj 90 % certifikatov zamenjanih za delnice in bi tako postale prenosljive (Gantar, 1997, str. 10).

PID-i so izdali delnice ob ustanovitvi. Njihova nominalna vrednost je znašala 1000 SIT. Pri prodaji oz. zamenjavi delnic za certifikate je prodajna cena delnic PID-a znašala 1053 SIT, ker so PID-i ob njihovi prodaji obračunavali še ustanovitvene stroške. Tako je pri zamenjavi delnic za certifikate prišlo do problema. Za dobljen certifikat državljani RS niso mogli dobiti celega števila delnic in zato so se lastniki certifikatov morali odločiti, ali bodo prepustili določen delež certifikata neizkoriščen ali pa bodo doplačali manjkajoči znesek v denarju in tako pridobili dodatno delnico (Kavčič, 1997, str. 18).

Ker v začetku delnice PID-ov niso bile prosto prenosljive, se je pojavil sivi trg, na katerem so se cene delnic PID-ov gibale okoli 10 % nominalne vrednosti posameznega PID-a. Zato se je Agencija za trg vrednostnih papirjev odločila, da lahko PID-i vstopijo na organiziran trg vrednostnih papirjev. Pri delnicah podjetij iz javne prodaje se je pokazalo, da je cena njihovih delnic na borzi višja od tiste na sivem trgu. Podobno je bilo torej sklepati tudi za delnice PID-ov (Toplak, 1997a). S tem je ATPV želela zaščititi male delničarje, ki so delnice PID-ov prodajali po nizkih cenah. Težko je ugotoviti, kdo

so bili kupci teh delnic na sivem trgu, saj so se posli sklepali na neorganiziranem trgu preko različnih akviziterjev. Cene delnic in prenosi lastništev so bili nepregledni. V javnosti so se pojavili očitki, da so delnice PID-ov kupovale same družbe za upravljanje oz. njihovi lastniki, ki bodo potem ko bo izvedeno preoblikovanje PID-ov ali njihova likvidacija, poceni pridobili premoženje. Navedeno so v določeni meri potrdile uprave družb za upravljanje same, ko tovrstnih akcij niso zanikale (Žnidaršič, 1991, str. 91). Z uvrstitvijo na t.i. izvenborzni trg C, so postale delnice PID-ov prosto prenosljive, trg s temi delnicami pa bolj pregleden. Vendar je DZU-je zaskrbelo relativno nizka cena delnic in so se zato odločile, da gredo na borzo šele ob sprejetju Zakona o zaključku privatizacije (Čeh, 1997, str. 3).

Uvrstitev delnice v borzno kotacijo pa ne omogoča samo prodaje delnic PID-a. Delnice se lahko tudi kupijo, zastavijo ali podarijo. Lahko pa jih imetnik obdrži in spremlja gibanje njihove borzne cene, ki je odraz ponudbe in povpraševanja na trgu. Z vstopom na borzo je delničar kot lastnik evidentiran pri Klirinško-depotni družbi. Na borzi se vsaki dan na podlagi ponudbe in povpraševanja oblikuje trenutna cena delnice, ki je objavljena v javnih medijih. Predvsem pomembno pa je dodatno obveščanje delničarjev, ki naredi poslovanje PID-ov bolj transparentno (Kodrič, 1999, str. 3-4). Poleg proste prenosljivosti delnic pa je zelo pomembno tudi dejstvo, da z uvrstitvijo delnic PID-ov v borzno kotacijo postane tudi trg z temi delnicami bolj pregleden (Toplak, 1997, str. 1).

Za delnice PID-ov se dnevno izračunava tudi knjigovodska vrednost delnic. Le ta se izračuna tako, da vsakodnevno čisto vrednost sklada delimo z številom izdanih delnic. Čista vrednost sklada se izračuna tako, da se od vseh sredstev sklada odštejejo vse obveznosti sklada. Sredstva sklada pa predstavljajo naložbe v nepremičnine, kupljene od Slovenske razvojne družbe, depozite, denarna sredstva na žiro računu, terjatve in neizkoriščene lastninske certifikate. Čisto vrednost sredstev računajo PID-i vsak delovni dan. V dnevni tečajnici se za delnice PID-ov pojavljata dve knjigovodski vrednosti delnice. Prva vrednost se izračunava z upoštevanjem odstotka izkoriščenih certifikatov. Druga knjigovodska vrednost pa se izračunava brez upoštevanja odstotka izkoriščenosti certifikatov. Seveda se je treba zavedati, da knjigovodska vrednost ni neposredno povezana s ceno delnice na trgu. Delnice so namreč na trgu vredne toliko, kolikor je za njih pripravljen ponuditi kupec (Kodrič, 1999, str. 3-4).

Tržna vrednost se je od vstopa PID-ov na organiziran trg kapitala precej razlikovala od obeh knjigovodskih vrednosti delnice. V prilogi 1 lahko vidimo, da sta se knjigovodski vrednosti delnic dan 31.12.1999 pri večini PID-ov razlikovale. Ker se prva cena, kot je bilo omenjeno v zgornjem odstavku, izračunava z upoštevanjem odstotka izkoriščenih certifikatov, druga pa brez upoštevanja odstotka izkoriščenih certifikatov, so vrednosti pri nekaterih delnicah PID-ov različne. Čimveč certifikatov ima določen PID neizkoriščenih, tem večja je razlika med omenjenima vrednostma. Z zapolnitvijo

certifikatne luknje pa sta se obe vrednosti izenačili saj so PID-i uspeli zamenjati vse lastninske certifikate za premoženje. Vendar kljub zapolnitvi privatizacijske luknje tržna cena še vedno precej odstopa od knjigovodske vrednosti.

3.6 *Dividende pooblaščenih investicijskih družb*

Imetnik delnice PID-a je po zakonu upravičen do dividende, če se DZU odloči dobiček razdeliti med lastnike. Vprašanje izplačevanja dividend pa pri PID-ih ni enostavno. Poleg slabega premoženja imajo PID-i akumuliranih precej izgub zaradi različnih zapletov med procesom lastninskega preoblikovanja. Dokler pa se teh izgub ne pokrije in ustvari bilančnega dobička, se dividend po zakonu ne sme izplačevati (Nidorfer, 2002).

Letos bosta PID Atena in PID Modra linija razdelili 90 % bilančnega dobička med svoje delničarje. Ker bosta razdelili vsaj 90 % bilančnega dobička, bosta oproščeni davka od dobička. V Zlati moneti dobička ne bodo delili, ker imajo še nepokrite davčne izgube iz prejšnjih let. V PID-u Vizija 1 pa bodo dobiček namenili za rezervacije, kajti njihovo premoženje še ni prestrukturirano (Praprotnik, 2003, str. 4).

S procesom lastninskega preoblikovanja podjetij so povečini zadovoljni tisti državljani, ki so svoje certifikate vložili v podjetja, ki so veljala za nekašne »paradne konje« slovenskega gospodarstva. Le ti večinoma prejemajo dividende, hkrati pa so lahko prodali pridobljene delnice na trgu ter tako v večini primerov realizirali kapitalske dobičke. Občutno slabše pa so jo odnesli tisti, ki so se odločili, da vložili svoj certifikat v pooblaščen investicijske sklade (Toplak, 1997a).

3.7 *Problemi pooblaščenih investicijskih družb*

3.7.1 *Problem privatizacijske vrzeli*

Privatizacijska luknja je nastala v procesu lastninskega preoblikovanja podjetij. Opredelimo jo lahko kot razkorak med vrednostjo izdanih lastninskih certifikatov in vrednostjo družbenega premoženja, namenjenega lastninjenju z lastniškimi certifikati. Njene posledice so se odrazile na PID-ih, ki so svoje delnice menjavali za certifikate državljanov. Ker se je takratna vlada uštelala pri izračunu vrednosti družbenega premoženja, je zanj izdala državljanom preveliko količino certifikatov. PID-i so tako nabrali v svoji aktivi več certifikatov, kot je bilo njim namenjenega premoženja s strani Sklada za razvoj. Le ta pa jim za presežek ni mogel ponuditi dodatnega premoženja. Ta primanjkljaj se imenuje privatizacijska luknja (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 163).

Ministrstvo za ekonomske odnose je pojasnilo, da bo natančno višino družbenega kapitala, ki je osnova za lastninsko preoblikovanje, mogoče ugotoviti šele po končanih

postopkih lastninskega preoblikovanja podjetij. Ugotavljanje višine družbenega kapitala je namreč del tega postopka (Jurančič, 1996).

Ko je v začetku leta 1994 podjetje SPEM opravilo anketo o tem, kam nameravajo Slovenci vložiti svoj certifikat, se je zdelo, da jih namerava večina olastniti svoje podjetje in se udeležiti javne prodaje večjih in uspešnih slovenskih podjetij. Po koncu vlaganja certifikatov pa so ugotovili, da je okoli 60 % certifikatov bilo vloženih v investicijske sklade družb za upravljanje, v anketi SPEM pa so ocenili, da se bo v PID-e nateklo zgolj 9 % certifikatov (Toplak, 1997a).

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

- Izdaja večjega obsega certifikatov, kot je bilo prvotno predvideno, zaradi pritiskov za večanje obsega certifikatov izdanih posameznemu državljanu.
- Dodatno dana možnost, da se za del družbenega kapitala kot plačilno sredstvo uporabijo zadolžnice – potrdila za neizplačan del osebnih dohodkov za obdobje do 1.1.1993- ob dejstvu, da višina teh terjatev v trenutku sprejema te možnosti ni bila točno znana.
- Netočno določeno število podjetij in višina kapitala:
 - Po prvi oceni naj bi se lastnilo preko 2000 podjetij. Kasneje se je število podjetij znižalo na 1597. Prihajalo je namreč do dvojnega računanja obsega družbenega kapitala, npr. holdinga in njegovih hčera. Hkrati pa je zaradi dolgotrajnega postopka privatizacije veliko podjetij šlo v stečaj še preden so se lahko lastninsko preoblikovala.
 - Edina znana vrednost podjetij ob sprejemu zakona je bila knjigovodska vrednost na dan 31.12.1992. Vrednost, ki je bila osnova za lastninsko preoblikovanje, pa so podjetja lahko popravila in je bila manjša od knjigovodske vrednosti.
- Dodatno znižanje ponudbe družbenega kapitala je posledica danih popustov za nakup delnic v notranjem odkupu (do 50 %).
- Izločitev sredstev po zakonu o denacionalizaciji iz družbenega premoženja.
- Izločitev deležev države na podlagi Zakona o gospodarskih javnih službah iz družbenega premoženja.

Na nastanek certifikatne vrzeli je poleg primanjkljaja družbenega premoženja ter drugih dejavnikov vplivalo tudi to, da so PID-i kupovali certifikate od državljanov RS hitreje kot so za njih dobivali premoženje. To je privedlo do neizkoriščenih certifikatov na pasivni strani bilance PID-ov (Bojc, 1998, str. 7).

Vlada se je torej uštelala pri izračunu vrednosti družbenega premoženja in zanj izdanih certifikatov. Zato pa se je tudi zavezala, da bo primanjkljaj odpravila in PID-om zagotovila dodatno premoženje (Toplak, 1997a). Mnogi pa menijo, da bi probleme, ki

so pripeljali do primanjkljaja, lahko predvideli že ob izbiri načina privatizacije. Ključni razlog primanjkljaja je torej v temelju zgrešen način odprave družbene lastnine podjetij (Ribnikar, 1996, str. 2).

Ker je bilo ob začetku lastninjenja izdanih preveč certifikatov, s katerimi so lahko državljani RS kupovali delnice podjetij, ki naj bi se lastnili s certifikati, enostavno zmanjkalo, sta državljanom preostali dve možnosti – ali certifikat pustiti v predalu, ali pa z njim kupiti delnice PID-ov. Kar nekaj se jih je odločilo, da na certifikat pozabijo in tako je ostalo neizkoriščenih za 57 milijard SIT certifikatov. Odločitev za naložbo certifikata v sklade pa je bila seveda boljša, kot pa pustiti certifikat v predalu (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 10).

Država je do zapolnitve privatizacijske vrzeli večkrat dala obljubo in se tudi zakonsko obvezala, da bo objavila spisek podjetij, ki jih bodo skladi lahko kupili oz. zamenjali za preostale certifikate. Vendar je rok stalno podaljševala. Hkrati pa za sklade ni bilo nepomembno vprašanje kakšno premoženje bo država namenila za zapolnitev certifikatne vrzeli. Skladi bi si želeli delnice uspešnih podjetij kot so Lek ali pa delnice bank ter zavarovalnic, saj bi bilo mogoče delnice sklada prodati bolje kot pa v primeru, da bi skladi za certifikate lahko kupili podjetja, ki poslujejo z izgubo. Zato za uspešno poslovanje skladov ni bilo pomembno le, da se luknja zapolni, ampak je bila pomembna tudi kvaliteta premoženja, namenjenega zapolnitvi te luknje (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 10).

Država je za zapolnitev certifikatne luknje v letu 1997 ponudila veliko število majhnih podjetij, katerih družben kapital je bil relativno nizek. PID-i so pričakovali, da bo država ponudila tudi pomembnejši del svojega premoženja tako v tržnem delu svojega gospodarstva (banke, železarne in podobna podjetja) kot v javnem sektorju (javna podjetja v infrastrukturnih in drugih dejavnostih). Vsaj za javna podjetja pa je jasno, da nikjer v razvitih državah niso primarno usmerjena v maksimiranje dobička, pač pa v učinkovito uresničevanje javnega interesa v svoji dejavnosti, tako da bi polnjenje certifikatne luknje z državnim premoženjem imelo za nujno posledico znižanje povprečne stopnje donosa PID-ov (Teslić, 1997, str. 4-5).

Oktober 1998 je bil v Uradnem listu objavljen Sklep o ugotovitvi vrednosti premoženja, ki se preda PID-om za lastniške certifikate, s katerim je bil dokončno in uradno ugotovljen privatizacijski primanjkljaj. Primanjkljaj so ugotovili tako, da so od zbranih lastninskih certifikatov s strani PID-ov odšteli že zamenjano premoženje, nato so odbili podjetja, ki so sicer bila namenjena PID-om, a so prej šla v stečaj ter nazadnje še odšteli vrednost premoženja na Slovenski razvojni družbi, ki je bilo namenjeno PID-om. Tako so uradno ugotovili, da je znašala višina privatizacijske luknje 119,9 milijarde SIT in za to vrednost je bilo potrebno PID-om zagotoviti premoženje (Sklep o ugotovitvi vrednosti premoženja, ki se preda PID-om za lastniške certifikate, 1998).

Problem privatizacijskega primanjkljaja ter problem pokojninskega sistema naj bi deloma rešili z Zakonom o prvem pokojninskem skladu RS in preoblikovanju PID-ov (ZPSPID, 1999). Po zakonu so lahko delničarji PID-ov, ki so imeli še neporabljene certifikate, del teh delnic zamenjali za pokojninske bone. Ti boni pa so postali del Prvega pokojninskega sklada. Vendar pa se je problem privatizacijske vrzeli iz PID-ov le prenesel na Prvi pokojninski sklad.

Ker se je privatizacijski primanjkljaj le prenesel iz PID-ov na Prvi pokojninski sklad, je bilo potrebno za zapolnitev vrzeli nameniti dodatno premoženje. Kot argument proti polnitvi privatizacijske luknje z dodatnim premoženjem je bila postavljena trditev, da bi ob morebitnem zapiranju privatizacijske vrzeli z dodatnim premoženjem bila povzročena še večja narodnogospodarska škoda. Če bi za PID-e namenili dodatno premoženje, bi s tem v končni fazi obogateli le nekateri, saj bi ce to premoženje v končni fazi prelilo k njim (Ribnikar, 1996, str. 2).

Februarja 2000 so PID-i dobili dodaten kapital za zapolnitev vrzeli. Prvi sveženj je znašal 68,6 milijarde SIT v vrednosti na dan 1.1.1993 in jim je bil predan marca 2000. Ker pa se s tem vrzel ni zapolnila, je vlada decembra 2001 namenila še dodatnih 72,4 milijarde SIT izraženo v vrednosti 1.1.1993 (Podberšček, 2002, str. 24).

Slovenska razvojna družba je v letu 2002 na PID-e prenesla celotno premoženje, ki jim ga je za zapolnitev privatizacijske vrzeli namenila država. Tako PID-i konec leta 2002 niso več razpolagali z neizkoriščenimi lastninskimi certifikati. Iz strukture njihovih naložb pa je razvidno, da so bili preostali lastninski certifikati zamenjani večinoma za netržne delnice, ki so konec leta 2002 pomenile 49 % premoženja PID-ov (Finančni trgi, 2003, str. 9). Z zadnjo ponudbo je bila privatizacijska vrzel dokončno zapolnjena in tako PID-i niso imeli več neizkoriščenih certifikatov. PID-i so sicer dobili premoženje, vendar se je pojavil problem kakovosti premoženja. Dejanska vrednost podjetij je bila za skoraj polovico manjša od knjigovodske vrednosti, po kateri so jih PID-i kupovali, kar jim še sedaj povzroča izgube (Grgič, 2002, str. 1).

Ponujeno nekvalitetno premoženje se je kazalo v prevelikem deležu netržnih naložb. To pa je PID-on samo v še večje breme. Država je namenila takšno premoženje za zapolnitev privatizacijske vrzeli. Takšno premoženje pa je dobro edino za obračunavanje upravljalških provizij. PID-i so tako postali odlagališče ničvrednega premoženja in so tako samo še dlje odrinjeni od normalnih finančnih institucij (Jašovič, 1999, str. 30).

3.7.2 Javno mnenje o pooblaščenih investicijskih družbah

Začetno zaupanje ljudi v PID-e je začelo sčasoma plahneti in se spremenilo v nezaupanje. Tako reakcijo je seveda bilo tudi za pričakovati, saj so bile zadeve s PID-i že od vsega začetka narobe zastavljene z vseh vidikov, razen z vidika tistih, ki sklade imajo oz. jih upravljajo (Ribnikar, 1994, str. 2).

V javnosti se je pojavilo mnenje, da so PID-i brez pravega nadzora, da družbe za upravljanje niso dovolj motivirane za večanje čiste vrednosti sredstev, da niso dovolj tekmovalni, da so provizije družb za upravljanje previsoke glede na rezultate, ki jih PID-i dosegajo, da ne prispevajo k povečanju učinkovitosti olastninjenih podjetij, da so nestrokovni ipd. Skratka javnost je postala prepričana, da v celotnem času obstoja niso naredili nič (Toplak, 2001, str. 2).

Odnos države do PID-ov se je kazal pri počasnem polnjenju privatizacijske luknje. Pri problemu privatizacijske vrzeli ter s tem povezanih materialnih koristi delničarjev pa so tako država kot tudi družbe za upravljanje le valili krivdo drug na drugega. Posledično so spodbujali že tako načeto zaupanje v učinkovitost PID-ov. S tega vidika je bila vsaka razrešitev problema privatizacijske luknje boljša kot nikakršna, saj se bi s tem omogočilo preoblikovanje PID-ov v finančne institucije (Jašovič, 1999, str. 29).

Tudi pravila, ki ščitijo male delničarje pred različnimi zlorabami imajo nekaj pomanjkljivosti. Nadzor nad PID-i in PDZU-ji se je omejeval na disciplinske ukrepe, kar pa delničarjem ni nudilo materialnega zadoščenja. Verjetno bi pomagalo že, če bi se delničarje sproti seznanjalo z zadevami v raziskavi, z usmerjanjem in svetovanjem kako lahko povzročeno škodo dobijo povrnjeno ter kako se lahko zaščitijo. Poleg tega pa bi bilo treba konkretne oškodovalce označiti za poslovno škodljive. Zaradi pomanjkanja korektnosti se sedaj celotna PID-ovska industrija neupravičeno ocenjuje kot barabija (Toplak, 2002, str. 2).

Probleme v delovanju PID-ov so povzročile razmere v okolju v katerem so nastali. Vendar pa vseh nastalih problemov ne moremo pripisati le zunanjim dejavnikom. Delež bremena nosijo tudi upravljalci PID-ov. Ti so zaradi pomanjkanja znanja, nedorečenosti pravil etičnega obnašanja znotraj PDZU-jev, neenotnega nastopanja na trgu do podjetij in do regulatorjev, visokih upravljalških provizij ter predvsem malverzacij pri upravljanju, povsem upravičeno izgubili zaupanje in podporo javnosti (Zajec, 2000, str. 35).

Za trg kapitala sta odločilna legitimnost (zaupanje) in legalnost (pravni red), oboje pa se je pri lastninskih certifikatih dobro izničilo. Tako je naprimer privatizacijska luknja omajala legitimnost trga kapitala, pravni nered in zmeda pri različnih

interpretacijah trga kapitala pa sta dodobra načela njegovo legalnost (Kovač, 1997, str. 2).

4 ALTERNATIVE PREOBLIKOVANJA POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB

V tem poglavju bom predstavil statusne spremembe PID-ov in jih razdelil na tri obdobja:

- statusne spremembe v letih 1996-1998
- preoblikovanje dela PID-ov v pokojninske sklade
- statusne spremembe PID-ov po letu 2000 oz. trend po sprejetju novega ZISDU

4.1 Statusne spremembe pooblaščenih investicijskih družb v letih 1996-1998

V obdobju od leta 1996 pa do konca leta 1998 so se vršile tri vrste statusnih preoblikovanj PID-ov (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 257-258):

1. preoblikovanje v prave delniške družbe v smislu gospodarskih družb
2. pripojitve skladov v okviru ene družbe za upravljanje enemu samemu skladu
3. pripojitve in sočasne razdružitve skladov v okviru ene same družbe za upravljanje

Prva vrsta sprememb, je bilo preoblikovanje v redne delniške družbe oz. holdinge. Potem so se začasno preoblikovanja v holdinge prenehala, saj je bila po hitrem postopku sprejeta dopolnitev ZISDU-ja (ZISDU – B, 2. člen). Kljub temu pa se je še pred sprejetjem tega zakona uspelo preoblikovati petim PID-om, ki so skupaj imeli 4,85 milijard SIT kapitala (Toplak, 1997, str. 1).

Hitra odločitev nekaterih PDZU-jev za preoblikovanje skladov v holdinge je bila posledica več dejavnikov. Pooblaščene družbe za upravljanje so seveda sledile lastnim interesom. Vendar pa so bila preoblikovanja spodbujena tudi s strani regulatorja. Prvotni ZISDU je namreč določal rok v katerem se morajo PID-i preoblikovati. Če se v tem roku nebi uspeli preoblikovati je PDZU-jem ostala le možnost likvidacije ali pa preoblikovanje v redno delniško družbo. Poleg zakonsko določenega roka pa tudi makroekonomski pogoji niso omogočali preoblikovanja PID-ov, saj v tem obdobju na slovenskem trgu kapitala ni bilo dovolj tržnih vrednostnih papirjev, ki bi omogočali preoblikovanje v zaprte ali vzajemne investicijske sklade (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 86-87).

Razlogov, da so DZU-ji sprožili tovrstno preoblikovanje je bilo več. Med najpomembnejšimi so predvsem upravljaljske provizije, ki za holdinge niso omejene z

zakonom, hkrati pa so se novo nastali holdingi izognili neposrednemu nadzoru in regulativi, kateri so skladi podvrženi. Zakonodaja PID-om ne dovoljuje aktivnejšega poseganja v poslovanje podjetij z znanjem, denarjem ali dajanjem garancij. Ker naj upravljalci ne bi delovali v interesu delničarjev PID-ov, je leta 1998 izšla dopolnitev ZISDU, ki je začasno ustavila preoblikovanje PID-ov v redne delniške družbe (Uradni list RS, št. 10/98). V omenjeni dopolnitvi zakona je bila kot pogoj postavljena obveznost, da se z delnicami PID-a vsaj neko obdobje pred preoblikovanjem že trguje na organiziranem trgu. Hkrati mora imeti novo nastala delniška družba med svojimi vrednostnimi papirji le majhen delež tržnih vrednostnih papirjev (Zajec, 2000, str. 18).

Druga sprememba je povezana z združitvami. PID-i so združitve opravili tako, da so vse PID-e pripojili k enemu od že obstoječih skladov. Družbe za upravljanje so omenjeni postopek utemeljevale s tem, da ima družba za upravljanje pri odločitvah za nakup posameznih vrednostnih papirjev za certifikate v določenem trenutku na razpolago točno določeno vrsto vrednostnih papirjev. Družbe za upravljanje tudi niso mogle razporediti vseh naložb med svoje sklade, ker so nekateri skladi bili ustanovljeni kasneje, hkrati pa posameznih naložb, vrednih le nekaj sto tisoč tolarjev, ni racionalno deliti med posamezne sklade. Vzrok, da so družbe za upravljanje ustanovile tako veliko število skladov in jih potem združile je pogojen z ZISDU-jem. Le ta je namreč omejil velikost osnovnega kapitala PID-a ob ustanovitvi na 10 milijard SIT. V razlagi zakona pa so kasneje pravni strokovnjaki omejili veljavnost te določbe le na ustanovitev skladov, kar je omogočilo, da so ob združevanju nastali izredno veliki skladi, s kapitalom preko 30 milijard SIT po vrednostih na dan 1.1.1993. Razlog za takšno ravnanje je večja racionalnost, če ena družba za upravljanje upravlja en večji PID, kot pa če ena družba za upravljanje upravlja več manjših PID-ov. Tako je pripojitev opravilo 9 družb za upravljanje, 8 družb za upravljanje pa je izvedlo pripojitev vseh PID-ov v en sam sklad v okviru posamezne družbe (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 258-259).

Za preoblikovanje v smeri pripojitve enemu skladu in sočasne razdružitve skladov, se je odločilo 6 družb za upravljanje. Te so investicijske sklade preoblikovale tako, da so se najprej vsi PID-i v okviru ene družbe za upravljanje pripojili enemu PID-u, nato pa so takšne združene PID-e razdelili na dva PID-a, in sicer na »polnega« in na »praznega«. »Polni« PID tako predstavlja investicijski sklad, katerega lastninski certifikati so že zamenjani za lastniške deleže v podjetjih in torej po razdružitvi niso imeli v svoji aktivni nobenega certifikata več, temveč so imeli le delnice in deleže podjetij. »Prazni« PID pa je ob razdružitvi obdržal vse neizkoriščene certifikate. Delničarji razdruženega PID-a so dobili sorazmerni del delnic obeh PID-ov. To pa pomeni, da so postali lastnik »polnega« in »praznega« PID-a. Upravljalci so tako vrsto preoblikovanja utemeljevali z koristnostjo ločitve investiranega od certifikatnega dela. Sklad brez neporabljenih certifikatov je tudi primeren za vključitev na organiziran trg kapitala (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 259).

Kot protiargument za takšno preoblikovanje PID-ov sta se pojavili trditvi, ki sta prikazali, da omenjeni razlogi za takšno preoblikovanje niso bili tako koristni kot so to poudarjali DZU-ji. Prvi pomislek je seveda v tem, da se bo »prazni« PID slejkoprej pričel »polniti« in se v času spreminjati v »pol praznega« oziroma takšnega, kot je bil pred razdružitvijo. To pa bi po enaki logiki zahtevalo ponovno združitev (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 260). Tudi argument o neprimernosti uvrstitve »praznega« ali »polpraznega« PID-a v trgovanje na organiziranem trgu je možno zavrniti. Kmalu se je namreč izkazalo, da tudi uvrstitev prvega popolnoma »praznega« PID-a v trgovanje na organiziranem trgu (PID Zlata moneta 2 v mesecu marcu 1999) ni povzročila nikakršnih pretresov. Nasprotno, oblikovala se je tržna cena, ki je bila v primerjavi z nekaterimi drugimi »polpraznimi« PID-i celo precej visoka (Zajec, 2000, str. 21).

4.2 Preoblikovanje dela pooblaščenih investicijskih družb v pokojninske sklade

Že leta 1992 se je ob začetku procesa odprave družbene lastnine v podjetjih prvič pojavilo vprašanje povezave sredstev, ki naj bi jih državljeni dobili, z reformo pokojninskega sistema. V povezavi s tem je bil oblikovan Kapitalski sklad, pojavile pa so se tudi dileme, ali posameznemu državljanu omogočiti individualen nakup delnic v podjetju ali PID-u ali pa mu pripadajoča sredstva iz procesa privatizacije nakazati na individualni račun za pokojninsko zavarovanje. Predlog, ki ga je v osnovi izdelal dr. Ribnikar, govori, da bi tisti, ki bodo morali vstopiti v reformirani (večsteborni) pokojninski sistem, lahko prenesli svoje delnice, katere so dobili za lastninske certifikate na pokojninski sklad. Prenašale bi se lahko tako delnice podjetij kot tudi delnice PID-ov. V zameno za vrednost, ki so jo imeli državljeni RS v delnicah, bi se povečalo imetje na njihovem osebem »pokojninskem varčevalnem računu«. Pri prenašanju delnic podjetij na pokojninski sklad bi se vrednost na individualnem pokojninskem računu povečala za tržno vrednost teh delnic. Premoženje, ki bi ga na pokojninski varčevalni račun prenesli lastniki delnic PID-ov, pa bi se evidentiralo po nominalni vrednosti certifikata (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 278).

Omenjeni predlog bi imel veliko pozitivnih učinkov (Ribnikar, 1998, str. 50-51):

- hitra in neboleča uvedba drugega pokojninskega stebra
- zagotovitev rezerve za kritje primanjkljaja prvega stebra pokojninskega sistema
- večja sprejemljivost pokojninske reforme, ki ima za mnoge manj prijetne posledice (npr. podaljševanje delovne dobe)
- preprečitev ovir za nastajanje primarnega trga kapitala
- zagotovitev razvoja slovenskega trga kapitala in nemoten »prehod« na trg kapitala velikega gospodarskega prostora z enim denarjem
- preprečitev pomembnih vzrokov za manjšanje ali nepovečanje narodnogospodarskega varčevanja

- odložitev problema lastninskega razkoraka za daljše obdobje
- prenos privatizacijske luknje na pokojninski sklad bi PID-om omogočil lažje preoblikovanje

V začetku leta 1999 je bil sprejet Zakon o prvem pokojninskem skladu RS in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 50/99). Ker pa pri izdelavi tega zakona ni sodelovalo nobeno drugo ministrstvo razen Ministrstva za finance, omenjeni zakon ni bil reforma pokojninskega sistema, temveč je reševal probleme povezane z privatizacijsko luknjo (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 279). Na podlagi omenjenega zakona se je del sredstev »praznih« in »polpraznih« PID-ov preoblikoval v prvi pokojninski sklad, in sicer na račun zmanjšanja osnovnega kapitala omenjenih PID-ov. Delničarji PID-ov s pravico do izbire so se odločili zamenjati le 5 % delnic za pokojninske bone (Zajec, 2000, str. 25).

4.3 Alternative za preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji

4.3.1 Preoblikovanje v investicijsko družbo

Z rešitvijo problema privatizacijske luknje, PID-i praviloma nimajo več neizkoriščenih certifikatov, oz. je ta odstotek zanemarljivo nizek (Grgič, 2002a, str.1). PID-i bi morali, da bi zadostili pogojem prenehanja pravzaprav samo še poskrbeti, da uskladijo strukturo naložb z zakonskimi določili. Za uskladitev z zakonom je torej ostal problem tržnega premoženja v aktivih PID-ov. Najbolj neboleča rešitev bi seveda bilo podaljšanje roka, v katerem je potrebno izpeljati uskladitev. Ta varianta bi zahtevala najmanj sprememb in naporov. (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 264-265).

Omejitve naložb za investicijsko družbo so manj stroge kot za vzajemni sklad. Zato se tudi zdi, da je preoblikovanje v investicijsko družbo najbolj logična varianta. Med vsemi naložbami mora imeti investicijska družba po zakonu najmanj 60 % tržnih naložb. Vendar PID-i zaradi slabega premoženja, ki so ga dobili takšnemu pogojem zelo težko zadostijo. Poleg omejitve naložb pa velja, da morajo imeti investicijske družbe tudi razpršene naložbe. Tako bi PID-i, ki imajo med svojimi naložbami visok delež vrednostnih papirjev posameznega izdajatelja, to obveznost ob preoblikovanju še težje izpolnili (Zajec, 2000, str. 80). Po ZISDU-ju se bodo morale investicijske družbe, ki bodo nastale iz PID-ov, pričeti z usklajevanjem poslovanja, naložb in izpostavljenosti investicijske družbe do posamezne osebe ter najkasneje v štirih letih od uveljavitve zakona v celoti uskladiti tudi naložbe in izpostavljenost investicijske družbe do posamezne osebe (236.člen ZISDU, 2002). Do takrat pa se bodo imenovalle posebne investicijske družbe. Najkasneje štiri leta po tej uskladitvi pa naj bi se po 236. členu ZISDU-ja preoblikovali v vzajemne sklade (Grgič, 2002c, str. 15).

Delničarji bi bili zadovoljni s preoblikovanjem PID-ov v investicijske družbe samo v primeru izrazitih sprememb glede zaračunavanja provizij družb za upravljanje ali ob morebitni možnosti občasnega prestopa delničarjev investicijske družbe h katerikoli investicijski družbi, ki bi jo upravljala druga družba za upravljanje. Investicijske družbe, ki bi tako pridobile nove delničarje, bi postale delni lastnik drugih investicijskih družb in dobile možnost, da kot dejavni lastnik poskrbijo za drugačno upravljanje. Prestopi med investicijskimi družbami naj bi zaradi enostavnosti potekali po nominalni vrednosti delnic, kar bi imelo tudi pomembne motivacijske učinke (Bogadnovski, 1998, str. 14). Konkurenco med upravljalci, ki bi edina zagotovila znižanje upravljalških provizij, bi bilo morda možno doseči tudi z obveznim rednim (npr. na dve leti) obnavljanjem pogodb za upravljanje posameznih investicijskih družb. Obe možni rešitvi, ki sta predlagani nazadnje, bi bili sicer izvedljivi in tehnično morda celo enostavni, vendar takšne rešitve v svetu niso običajne (Simoneti, 1998, str. 16).

Pri razmišljanju o preoblikovanju v investicijsko družbo je treba tudi preučiti značilnosti vlagateljev v posamezno obliko investicijskega sklada. V Sloveniji delničarji v PID-e niso investirali svojih prihrankov, ampak so vanje vložili podarjene certifikate. Niso torej investirali vanje, da bi pridobili na podlagi njihove specifičnosti kot zaprtih investicijskih skladov, ampak je bila takšna oblika investicijskih skladov edina možnost v procesu lastninskega preoblikovanja (Zajec, 2000, str. 81). V ZDA v zaprte investicijske sklade vlagajo investitorji, katerih dohodki in celotna finančna sredstva so višja od investitorjev v odprte investicijske sklade. Značilno za investitorje v zaprte investicijske sklade v primerjavi z investitorji v odprte investicijske sklade v ZDA je tudi, da so to praviloma starejši in bolj izobraženi ljudje. Nasploh je za razviti svet značilno, da v zaprte investicijske sklade vlagajo investitorji, ki so bolj premožni in ki lahko prenesejo večje tveganje (Repovž, 1999, str. 33).

Investicijske družbe, ki bi morda nastale s preoblikovanjem PID-ov, bi bile koristne večinoma samo za upravljalce. Upravljalci verjetno sploh ne bi bili motivirani za povečanje premoženja svojih delničarjev. V Sloveniji so bili upravljalci PID-ov zaradi razpršenega lastništva brez pravega nadzora s strani delničarjev. Med upravljalci ni bilo nobenega pravega tekmovanja za zadržanje in pridobivanje vlagateljev. Pogodbe o upravljanju in sestava provizij pa upravljalcev niso spodbujale k dejavnemu iskanju priložnosti za povečane vrednosti premoženja svojih delničarjev. V kolikor bi PID-i še naprej poslovali kot zaprti investicijski skladi, novi veliki lastniki kljub večinskemu lastniškemu deležu verjetno ne bi mogli povsem enostavno prisiliti upravljalcev k drugačnim pogojem upravljanja (npr. k nižjim upravljalškim provizijam). Tudi pogoji za zamenjavo upravljalca so v upravljalških pogodbah tako strogo določeni, da bi delničarji PID-ov to zelo težko dosegli oziroma bi morali upravljalcu izplačati visoko odškodnino. Mali delničarji, bi s preoblikovanjem PID-ov še vedno ostali večinski lastniki novo nastalih investicijskih družb. Sredstva iz teh naložb, ki jim glede tveganosti kot glede ročnost sploh ne bi ustrezale, pa bi lahko dobili samo s prodajo

delnic investicijskih družb na trgu po ceni, ki je trenutno precej nižja od čiste vrednosti sredstev na delnico (Zajec, 2000, str. 70-83).

4.3.2 Preoblikovanje v vzajemni sklad

Bistvena razlika med vzajemnim sklantom in investicijsko družbo je, kot sem že omenil, kakšen izhod iz takih naložb imajo investitorji na voljo. Pri vzajemnih skladih vlagatelji lahko zahtevajo kadarkoli vnovčenje investicijskih kuponov po čisti vrednosti sredstev. Čim manj učinkovit je sklad, tem večji je odliv sredstev zaradi vnovčevanja kuponov vlagateljev in narobe. Takšen mehanizem izhoda je zelo učinkovit za vlagatelje, za upravljalce pa pomeni nenehen pritisk na učinkovito upravljanje, saj je njihova denarna nagrada (provizija) odvisna predvsem od velikosti sredstev v upravljanju (Jašovič, 1999, str. 30-31).

S preoblikovanjem v vzajemni sklad bi največ pridobili obstoječi delničarji PID-ov. V tem primeru bi se namreč odpravila razlika med tržno ceno delnic ter njihovo čisto vrednostjo sredstev. Likvidnost naložbe v na novo nastali vzajemni sklad bi se močno povečala, saj bi lahko dnevno kupovali oziroma prodajali delnice po čisti vrednosti sredstev. V primeru slabe donosnosti ali slabega upravljanja vzajemnega sklada, bi delničarji lahko brez težav nemudoma izstopili iz vzajemnega sklada in tako najbolj učinkovito in neposredno vplivali na upravljalce (Čeh, 1999, str. 72). Odprtje sklada pa nebi povzročilo le povečane vrednosti za delničarje, pač pa bi zelo povečalo likvidnost naložbe, saj bi investitorji lahko delnice neomejeno prodajali ali kupovali po dnevni neto vrednosti aktive (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 268). Hkrati pa bi pri preoblikovanju zaprtega sklada v odprtega, vrednost njegove delnice poskočila iz tržne na knjigovodsko vrednost, ki je precej višja (Karlovšek, 2003). Preoblikovanje PID-ov v vzajemne sklade bi rešilo problem agenta, ki je glavna težava trenutne ureditve PID-ov. Ker se cilji upravljalca razlikujejo od cilja lastnikov premoženja, morajo upravljalca ustrezno nadzorovati osebe, ki so mu premoženje zaupale. Zato morajo vzajemni skladi po evropskih direktivah imeti skrbniško banko, ki skrbi za to, da so vsi postopki nakupa in prodaje v skladu z naložbeno politiko sklada, nadzirajo pa jih tudi vsi vlagatelji, saj lahko kadarkoli prodajo kupon in iz sklada izstopijo (Grgič, 2002a, str. 13).

Vendar pa je smiselno pri preoblikovanju PID-ov v vzajemne sklade opozoriti tudi na nekatere nevarnosti. PID-i niso nikoli bili predvideni, da bi se preoblikovali v vzajemne sklade. Zato tudi takojšnje preoblikovanje investicijskih družb, ki so nastale iz PID-ov, v vzajemne sklade ni primerno (Toplak, 2003). V okoliščinah, ki smo jim priča v Sloveniji in ob odsotnosti ustrezne regulativne podpore, bi bilo preoblikovanje PID-ov v vzajemne sklade lahko škodljivo tako za vlagatelje kot tudi za upravljalce. Razloga za to sta predvsem slabo likvidno tržno premoženje in splošno nezaupanje v sklade. V zvezi s slabo likvidnostjo portfelja se postavlja vprašanje, ali bi bili upravljalci skladov sposobni redno izplačevati vlagatelje, ki bi želeli vnovčiti svoje kupone (Jašovič, 1999,

str. 31). Problem je še zmeraj aktualen zaradi razlik med čisto vrednostjo sredstev in tržnimi cenami delnic. Velik delež delnic PID-ov je v rokah družb za upravljanje. Ob preoblikovanju bi obstajala možnost, da družbe za upravljanje takoj prve vnovčijo svoje delnice pred drugimi vlagatelji, in sicer po dnevni ceni, ki je prvi dan na ravni teoretične vrednosti in praviloma najvišja. Možno bi bilo, da bi ob preoblikovanju prišlo do pospešenega vnovčevanja delnic s strani družb za upravljanje, kar bi povzročilo prodajanje najprej dobrih naložb vzajemnega sklada in posledično zniževanje čiste vrednosti sredstev kasneje za preostale delničarje. Predčasne vnovčitve delnic s strani družb za upravljanje, tudi posredno preko povezanih oseb, bi morale biti strogo sankcionirane in onemogočene, čeprav je to z zakonom zelo težko preprečiti (Zajec, 2000, str. 74). Tudi splošno nezaupanja v sklade bi le še povečalo pritiske vlagateljev, ki bi s preoblikovanjem PID-ov v vzajemne sklade dobili možnost vnovčitve kuponov. Nekaterim bi to uspelo, večini pa ne. Takojšnje preoblikovanje PID-ov v vzajemne sklade bi bilo s tega vidika lahko pogubno (Jašovič, 1999, str. 31).

Ena izmed ovir pri preoblikovanju zaprtega v odprti investicijski sklad je upravitelj sklada. Nagrada oz. provizija za upravljanje le tega namreč temelji na odstotkih od vrednosti premoženja sklada. Ker pa je odprtje oziroma preoblikovanje sklada največkrat povezano z zmanjševanjem vrednosti premoženja, saj se posamezni vlagatelji odločijo za vnovčitev dobičkov in odprodajo delnic, se po preoblikovanju v vzajemni sklad avtomatično zmanjša tudi provizija upravljalcu. Upravljalci svoje nasprotovanje preoblikovanju utemeljujejo na vse mogoče načine. Predvsem poudarjajo, da bi prodaje delnic sklada pripeljale do zmanjševanja aktive sklada. Posledično bi se povečali stroški upravljanja na enoto premoženja, kar bi zmanjšalo dohodke delničarjev. Sklad mora za morebitne odkupe delnic oblikovati precejšne denarne rezerve, kar pa skladu lahko prepreči, da bi naložbe oblikoval optimalno. Dodatno bi upravljanje sklada podražili še stroški preoblikovanja in stroški trženja sklada. Hkrati pa se pozablja tudi to, da je možno le majhen delež PID-ov preoblikovati v odprte sklade, saj imajo relativno nizek delež tržnih vrednostnih papirjev v premoženju (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 267- 273). Družbe za upravljanje tudi opozarjajo, da struktura naložb PID-ov za preobrazbo v vzajemne sklade ni primerna saj mora za preoblikovanje v vzajemni sklad PID v svojem premoženju vsaj 90 % tržnih vrednostnih papirjev (Kodrič, 2001).

PID-i bi se lahko v vzajemne sklade preoblikovali delno, s tistim delom premoženja, ki je za to primerno. Ali pa bi se najprej preoblikovali v investicijske družbe ter nato v vzajemne sklade (Grgič, 2002a, str. 13). Preoblikovanje PID-ov naj poteka v dveh smereh. V tržnem delu vrednostnih papirjev naj preoblikovanje poteka v smeri odprtega sklada, v netržnem delu vrednostnih papirjev pa naj preoblikovanje poteka v smeri prave delniške družbe. Razlog za kombinacijo preoblikovanj v obe smeri je predvsem v premajhnem obsegu tržnih vrednostnih papirjev, da bi bila ustrezna diverzifikacija naložb vseh PID-ov možna. Zato je koristno, da postane odprti

investicijski sklad glavna oblika preoblikovanja PID-ov, pri čemer pa se je potrebno zavedati, da navedenega ni mogoče doseči v kratkem času zaradi neustrezne strukture naložb PID-ov (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 272).

4.3.3 Preoblikovanje v finančni holding

V letih 1996 in 1997 se je del PID-ov preoblikoval v finančne holdinge oziroma v delniške družbe, ki so organizirane v skladu z Zakonom o gospodarskih družbah. Da se v omenjenem obdobju ni preoblikovalo v holding več PID-ov, je mogoče pripisati dejstvu, da so se v holding lahko preoblikovali le tisti PID-i, ki niso imeli več neizkoriščenih lastninskih certifikatov hkrati pa je bilo v začetku leta 1998 omenjeno preoblikovanje začasno »zamrznjeno«, ker je v teh primerih šlo za okoriščanje družb za upravljanje na račun delničarjev (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 274). Po mnenju nekaterih je bila to neustrezna rešitev za uspešno upravljanje z netrznimi vrednostnimi papirji. Navajali so, da vztrajanje, da PID-i z netrznim premoženjem poslujejo kot diverzificirani institucionalni investitorji pod nadzorom Agencije za trg vrednostnih papirje, ustvarja napačen vtis, da so delničarji dobro zavarovani. Upravljalci namreč ne morejo samo preko nakupov in prodaj netrznih vrednostnih papirjev v podjetjih početi tisto, kar bi bilo koristno za povečevanje vrednosti tega premoženja (Simoneti, 1998, str. 8).

Vendar pa sta v primeru takega preoblikovanja PID-a prav varnost delničarjev ter naraščanje vrednosti njihovega premoženja precej vprašljiva. Delniška družba ni več pod nadzorom Agencije za trg vrednostnih papirjev pa tudi ZISDU ne velja več zanjo. Omejitev glede najvišje upravljske provizije za redno delniško družbo ne bo več. Delničarji bi lahko vplivali na upravo delniške družbe samo preko skupščine oziroma jo lahko nadzirali samo preko na skupščini izvoljenih članov nadzornega sveta. V primeru razpršenih malih delničarjev pa je takšen nadzor močno omejen (Hočevar, 1998, str. 3). Predstavniki družb za upravljanje se ne strinjajo s trditvijo, da država preko regulative skrbi za interese malih delničarjev. Seveda se problem vrti okoli vprašanja zakaj tako velika skrb za majhne delničarje finančnih holdingov, nastalih iz PID-ov in ne tudi za majhne delničarje drugih gospodarskih družb v borzni kotaciji ali pa celo za delničarje gospodarskih družb, ki niso v borzni kotaciji (Gantar, 2002).

Ne glede na to, v kakšnem obsegu prevzemajo poslovne funkcije, je pomembno, da se holdingi ukvarjajo z upravljanjem oziroma obvladovanjem podjetij. To je ključna značilnost, ki tovrstne institucije loči od investicijskih skladov. Pri tem pa je potrebno še dodati, da je tudi nagrajevanje za takšno delo zelo različno in predvsem drugačno kot v investicijskih skladih (Jašovič, 1999, str. 30).

Preoblikovanje dela PID-ov v holdinge bo imelo za posledico tudi razdelitev sedanjih naložb. Z dokaj veliko zanesljivostjo lahko predvidevamo, da se bodo hlodinške naložbe zožile na nekaj podjetij in da se bo, po drugi plati, tudi lastništvo holdingov skoncentriralo v rokah strateških lastnikov. Dovolj velik lastniški delež jim ne omogoča samo vzvodov obvladovanja, ampak jim povečuje tudi korist od uspešnega upravljanja. Prav bojazen, da bi lastniška koncentracija holdingov potekala v škodo slabo informiranih malih investitorjev – sedanjih delničarjev PID-ov – je v preteklosti botrovala začasnemu odlogu preoblikovanja PID-ov v holdinge (Jašovič, 1999, str. 30).

Vendar pa se pojavlja vprašanje ali bi lahko večinski delničarji novo nastalih finančnih holdingov našli ustrezno usposobljene in motivirane uprave, katerih strokovnjaki bi morali (Zajec, 2000, str. 84):

- Med podjetji, ki jih nadzirajo, izbrati samo nekatera ključna podjetja, katera bi bili s svojim znanjem in izkušnjami sposobni prestrukturirati;
- V teh ključnih podjetjih povečati lastniški delež do te mere, da bi lahko izvajali aktivno nadziranje;
- Pristopiti k sanaciji in prestrukturiranju izbranih podjetij;
- V primernem obdobju izboljšati poslovanje izbranih podjetij, torej povečati vrednost premoženja v upravljanju in zato prejeti ustrezno nagrado, v primeru neuspeha pa odstopiti;
- Podjetja, za katerih prestrukturiranje ne bi imeli ustreznih znanj, prodati (lahko tudi drugim podobno nastalim rednim delniškimi družbam, ki bi bile specializirane zanje in bi imele potrebno znanje za njihovo prenovo).

4.3.4 Prenehanje delovanja pooblaščenih investicijskih družb z likvidacijo

PID-i lahko prenehajo tudi z likvidacijo. Vendar takšno preoblikovanje oz. prenehanje PID-ov gotovo ni najbolj primerno in bi morale biti dopustno le v posebnih primerih. Zaradi likvidacije bi bili upravljalci prisiljeni v relativno kratkem obdobju prodati tudi netržne naložbe, kar pa bi lahko storili le po relativno nizkih cenah. Delničarji PID-ov bi posledično dobili najverjetneje za svoje delnice manj, kot če bi delnice prodali po tržni ceni pred sprožitvijo postopka likvidacije. Zapletenost preoblikovanja PID-ov ne sme postati razlog za dopustitev likvidacij PID-ov, ki verjetno ne bi bile v interesu delničarjev in bi lahko povzročile zaton »industrije« slovenskih investicijskih skladov (Zajec, 2000, str. 85).

4.4 Primeri preoblikovanj pooblaščenih investicijskih družb

V tabeli 2 je opisano stanje strukture naložb PID-ov, investicijskih družb in vzajemnih skladov v Republiki Sloveniji na dan 31.12.2002. Povsem jasno je, da se vsem PID-om ne bo uspelo preoblikovati v zakonsko predpisanem roku. Uskladiti se ne bodo mogli

niti z določili o investicijskih družbah, kaj šele, da bi se poizkusili uskladiti z določili o vzajemnih skladih. Pri uskladitvah pa so predvsem problematične omejitve glede naložb ter njihove razpršenosti. Večina PID-ov ima v svojem portfelju ne samo velik delež netržnih vrednostnih papirjev, ampak imajo tudi preveliko koncentracijo vrednostnih papirjev posameznega izdajatelja.

Tabela 1: Struktura naložb PID-ov, investicijskih družb in vzajemnih skladov v Republiki Sloveniji na dan 31.12.2002 v mio sit in v odstotkih.

	PID		Invest. družbe		Vzajemni skladi		Skupaj	
	v mio sit	%	v mio sit	%	v mio sit	%	v mio sit	%
DELNICE	250.314	76,3	116.728	84,3	35.230	63,6	402.273	77,1
organiziran trg	89.777	27,4	87.702	63,3	34.904	63	212.382	40,7
neorganiziran trg	160.538	48,9	29.026	21	326	0,6	189.890	36,4
OBVEZNICE	4.593	1,4	5.144	3,7	12.607	22,7	22.344	4,3
državne	1.518	0,5	2.551	1,8	5.717	10,3	9.787	1,9
druge	3.074	0,9	2.593	1,9	6.890	12,4	12.557	2,4
BANČNI DEPOZITI	13.878	4,2	11.943	8,6	2.508	4,5	28.329	5,4
DRUGO	59.207	18,1	4.684	3,4	5.076	8,3	68.968	13,2
SKUPAJ	327.992	100,0	138.500	100,0	55.422	100,0	521.913	100,0

Vir: Finančni trgi, marec 2003, str. 8

Prav zaradi tega pa so družbe za upravljanje ubrale taktiko razdruževanja PID-ov ter preoblikovanje vsakega izmed posameznih delov.

Večinoma so se PID-i preoblikovali v finančne holdinge in investicijske družbe. Tudi investicijske družbe niso rešitev, saj so ti v zahodnih državah namenjeni najbogatejšim ljudem, ki lahko neposredno nadzirajo upravjalce, pri nas pa so njihovi delničarji povprečni ljudje (Grgič, 2002a, str. 13).

Problematika preoblikovanja PID-ov obstaja že od vsega začetka procesa privatizacije v Sloveniji. V kaj naj bi se PID-i preoblikovali so morale družbe za upravljanje zapisati tudi v prospekte, ki so bili izdani ob javnem zbiranju certifikatov. Njihovo preoblikovanje pa ni odvisno zgolj od formalizmov, ki so bili zapisani v prospekte, temveč postaja nuja tako zaradi naložb, ki so jih PID-i pridobili za certifikate, kot tudi zaradi njihove prihodnje vloge v finančnem sistemu. Pretežni del njihovih naložb so naložbe v netržne in nelikvidne delnice podjetij, poleg tega pa je pogosta tudi koncentracija lastništva pri posameznih izdajateljih. Ti dve značilnosti naložb PID-ov nista običajni za investicijske sklade v razvitih finančnih okoljih, kjer sta razpršenost in tržnost, poleg tveganja oziroma donosnosti, osnovni vodili pri strukturiranju portfelja. Omenjeni značilnosti naložb PID-ov pa tudi kažeta, da upravjalci premoženja nimajo čisto jasne predstave, kaj morajo delati: upravljati portfelje ali upravljati podjetja. Investicijskih skladov, ki bi upravljali podjetja, jih rekonstruirali in bili hkrati še uspešni upravjalci portfeljev, v razvitih finančnih sistemih ni mogoče najti. Preoblikovanje

PID-ov je v taki luči nuja, ki bi jih razbremenila tranzicijske navlake in iz njih naredila koristne finančne institucije (Jašovič, 1999, str. 29, 32).

V skladu z Zakonom o spremembah in dopolnitvah zakona o Prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPSPID-A), se morajo PID-i do 31.12.2003 uskladiti z določbami zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Preoblikovati se morajo v investicijsko družbo in/ali v redno delniško družbo oz. finančni holding. ZISDU-1 ureja področje investicijskih skladov in pomeni prilagoditev slovenske zakonodaje evropski na tem področju. Vendar pa ne ureja tudi spornega področja preoblikovanja PID-ov. Določa namreč le to, da se PID-i lahko preoblikujejo tudi v vzajemne sklade. V pripravi pa je tudi predlog Zakona o preoblikovanju PID-ov. Z uveljavitvijo Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) v začetku leta 2003 morajo investicijske družbe in vzajemni skladi, ki še niso usklajeni z vsemi določbami omenjenega zakona, nositi oznako posebni (Finančni trgi, 2003, str. 8).

S sprejetjem ZISDU-1 je natančno določeno tudi prilagajanje investicijskih družb in vzajemnih skladov. Vse investicijske družbe, tudi tiste nastale iz PID-ov, morajo po 236. členu uskladiti svoje poslovanje z ZISDU-1 v najkasneje štirih letih od uveljavitve zakona. Do takrat nosijo naziv posebne investicijske družbe. Nato pa ima še štiri leta časa, da se preoblikujejo v vzajemni sklad (236. člen ZISDU-1, 2002). Dvoletni rok uskladitve vzajemnega sklada z novim ZISDU-1 pa je predpisan za vzajemne sklade. Do uskladitve pa se vzajemni sklad imenuje poseben vzajemni sklad (235. člen ZISDU-1, 2002).

Ključni podatek pri preoblikovanju PID-ov je koliko sredstev imajo PID-i naloženih v tržnih vrednostnih papirjih (v delnicah, s katerimi se trguje le na organiziranem trgu, obveznic imajo le za vzorec). Od tega je namreč odvisno, kaj bo iz njih nastalo. Tržne delnice so torej temelj za preoblikovanje v vzajemni sklad, investicijsko družbo ali finančni holding (Petavs, 2001). Kaj imajo PID-i v svojem premoženju pa je odvisno od dejstva, kakšno premoženje so dobili v procesu privatizacije. Za preoblikovanje v redno delniško družbo je potrebno imeti v premoženju največ 2 % tržnih vrednostnih papirjev. Preoblikovanje v investicijsko družbo zahteva vsaj 60 % tržnih vrednostnih papirjev v premoženju. Preoblikovanje v vzajemni sklad pa zahteva najmanj 90 % tržnih vrednostnih papirjev v svojem premoženju (Pinterič, 2002a).

Kot primer preoblikovanja si lahko ogledamo primer PID Maksima 1. PID Maksima 1 se je preoblikoval tako, da je v delu tržnih naložb izvedel preoblikovanje v investicijsko družbo, v delu netržnih naložb in koncentraciji lastništva pa se je preoblikoval v finančni holding. Preostali del pa se je prenesel na novo nastali PID Maksima. Na skupščini 28. novembra 2001 so delničarji družbe sprejeli sklep o preoblikovanju in razdelitvi PID-a Maksima 1, d.d. na redno delniško družbo Maksima Holding d.d.,

finančna družba, PID Maksima d.d. in na ID Maksima d.d.. Delničarjem PID-a Maksima 1, ki so bili na dan 24. april 2003 vpisani v centralni register KDD kot imetniki njenih delnic, so bile le te zamenjane za delnice novih družb z lastnostmi in po menjalnem razmerju, ki jih je določil delitveni načrt. Družba Maksima holding d.d., finančna družba je bila v sodni register vpisana 11. aprila 2003. Prvi dan trgovanja z njenimi delnicami je bil 6.maja 2003. Uprava Ljubljanske borze je na podlagi sklepa o delitvi PID-a Maksima 1 sprejela odločbo, da se delnica PID-a Maksime 1 izključi iz trgovanja na prostem trgu. Hkrati pa so se odločili, da uvrstijo na prosti trg delnici PID-a Maksima ter investicijske družbe Maksime. Nominalni vrednosti delnic omenjenih sta sto ozirna tisoč tolarjev, uprava borze pa bo določila začetek trgovanja z njima po objavi prve strani prospekta (Mikovič, 2003).

Preoblikovanja nekaterih PID-ov:

- PID Capinvest 2, d.d se preoblikuje v C2 NALOŽBE, upravljanje naložb, d.d.
- KS - Sklad 2, d.d., se preoblikuje v KS2 NALOŽBE, upravljanje naložb, d.d,
- KS - Sklad 4, d.d se preoblikuje v KS4 NALOŽBE, upravljanje naložb, d.d,
- Nika PID 1, d.d. se razdruži na:
 - Certius invest 1, finančna družba, d.d. in
 - Nika PID 4, pooblaščen investicijska družba, d.d.
- Atena 1 Sklad d.d. se razdruži na:
 - Aktiva FIN, finančna družba, d.d. in
 - Atena PID, pooblaščen investicijska družba, d.d.

V zadnjem obdobju se je večino PID-ov preoblikovalo tako kot so opisani gornji primeri. Trenutna delitev naj bi po besedah družb za upravljanje pomenila edino možno rešitev, saj tudi novi ZISDU-1 (Uradni list RS, št. 110/2) ni predstavil nikakršnih rešitev, hkrati pa tudi ni podaljšal roka za njihovo preoblikovanje. Tako ostaja uradni datum preoblikovanja PID-ov po ZPSPID-A (4. člen ZPSPID-A, Uradni list RS, št. 58/2) 31.12.2003.

Družbe za upravljanje so v veliki negotovosti, saj je preoblikovanje vseh PID-ov do zakonskega roka praktično nemogoče. PID-i pa še naprej motijo tako svoje stvaritelje kot tudi različne druge javnosti. Proti njim pa se doslej niso dvignili edino tisti, ki bi se edini lahko- lastniki (Gantar, 2002).

SKLEP

Vprašanje kako in v kaj naj se preoblikujejo pooblaščen investicijske družbe se postavlja že praktično od nastanka le teh. Enostavnega ter hkrati edino pravega odgovora pa ni. Namesto tega je bilo predstavljeno nekaj rešitev izmed katerih ima vsaka tako prednosti kot tudi slabosti. Poleg tega pa celoten proces preoblikovanja

spremljajo še nedodelana zakonodaja, splošno nezaupanje, apatičnost malih delničarjev ter nezainteresiranost družb za upravljanje za razrešitev tega problema v smeri, ki bi bila koristna za celotno gospodarstvo Republike Slovenije.

Zaradi značilnosti premoženja, ki je bilo ponujeno s strani Sklada za razvoj (kasneje Slovenske razvojne družbe), se je v portfeljih pooblaščenih investicijskih družb nabralo veliko netržnih in nelikvidnih delnic slovenskih podjetij. Hkrati pa je previsoka tudi koncentracija lastništva v teh podjetjih. V preteklosti je pomembno vlogo pri zastoju odigrala tudi privatizacijska vrzel, katero je država kljub obljubam in zakonskim obvezam zapolnjevala počasi in z ne ravno najbolj kvalitetnim premoženjem. Večletni zastoji pri preoblikovanju, privatizacijska luknja in pasivna vloga države so razlogi, da ima javnost o pooblaščenih investicijskih družbah slabo mnenje ter precejšnjo mero nezaupanja.

Z zapolnitvijo privatizacijske vrzeli pooblaščne investicijske družbe nimajo več neizkoriščenih lastninskih certifikatov v svojih bilancah. Tako je v zadnjih letih preoblikovanje postalo spet aktualno. Ponujajo se tri možnosti: preoblikovanje v investicijsko družbo, vzajemni sklad ali pa v redno delniško družbo oziroma finančni holding.

Trenutno preoblikovanje posamezne pooblaščne investicijske družbe je predvsem odvisno od njegove velikosti ter strukture naložb, katere drži v svojem premoženju. Iz primerov je razvidno, da se družbe za upravljanje odločajo za razdružitev pooblaščne investicijske družbe na tri dele. Tržni del premoženja preoblikujejo v investicijsko družbo. Netržni del premoženja pooblaščne investicijske družbe pa družbe za upravljanje razdružujejo na redno investicijsko družbo ter na novo pooblaščno investicijsko družbo. Manjše pooblaščne investicijske družbe se večinoma v celoti preoblikujejo v finančne holdinge. Zaradi prenizkega deleža tržnih vrednostnih papirjev ter strahu pred prevelikim vnovčevanjem kuponov pa je množično preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v vzajemne sklade malo verjetno.

Premoženje pooblaščenih investicijskih družb se bo v procesu preoblikovanja razdelilo. Na novo nastale družbe pa bodo imele svoje bilance očiščene. Investicijske družbe in vzajemni skladi bodo prevzeli tržni del premoženja pooblaščenih investicijskih družb. S tem bi se rešili dvojne vloge, ki so jo imele pooblaščne investicijske družbe ter postali portfeljski vlagatelji. Z investiranjem v ustrezne vrednostne papirje bi povečevali ceno delnice oziroma vrednost kupona. Finančni holdingi bodo prevzeli večji del netržnega premoženja pooblaščenih investicijskih družb. V veliki meri se bodo ukvarjali z upravljanjem in reorganiziranjem podjetij, s čimer bodo poizkušali povečevati vrednost takih podjetij.

LITERATURA

1. Bogataj Marjeta: Trda roka ne zaleže. GV, Ljubljana, 45(1996), 3, str. 22-23.
2. Bogataj Marjeta: Kako je kapitalski sklad komuniciral z PPS? Finance, Ljubljana, 1999, 114, str. 18.
3. Bogdanovski Jana: Poti nazaj ni. Agnes časopis za privatizacijo, Ljubljana, 1998, 57, str. 13-14.
4. Bojc Janez: Privatizacijska luknja oz. vrzel. Moja družba, Ljubljana, 1998, 3, 1, str. 7.
5. Breznik Živana: Najpomembnejši sektor v Kmečki družbi. Moja družba, Ljubljana, I(1996), 1, str. 6-7.
6. Breznik Živana: Kmečki skladi. Moja družba, Ljubljana, I(1996a), 2, str. 5.
7. Bukovec Sonja: Lastninsko preoblikovanje podjetij se končuje. GV, Ljubljana, 39, 1998, str. 65-67.
8. Čeh Silva: Klobčič se odmotava. Slovenski delničar, Ljubljana, 2(1997), 8, str. 3.
9. Čeh Silva: Intervju z dr. Dušanom Mramorjem. Agnes časopis za privatizacijo, Ljubljana, 1999, 68, str. 2-4.
10. Dimovski Vlado: Upravljanje investicijskih skladov. Slovenska ekonomska revija, Ljubljana, 46(1995), 1-2, str. 105-115.
11. Easton Thomas: Discount Hunter. Forbes, Closed-End Fund Survey, New York, 6.9.1999, str. 10-14.
12. Fabozzi J. Frank, Modigliani Franco, Ferri G. Michael: Foundations of Financial Markets and Institutions. Englewood: Prentice Hall Inc., 1994. 666 str.
13. Fabozzi J. Frank, Modigliani Franco: Capital Markets: Institutions and Instruments. International Ed.: Prentice – Hall Inc., 1992. 726 str.
14. Gantar Matjaž: Dve najpogostejši vprašanji. Moja družba, Ljubljana II(1997), 3, str. 10.
15. Gantar Matjaž: Izhod iz tranzicijske zgodbe. Gospodarski vestnik, št. 27, 8.7.2002, [URL: <http://black.gvskupina.si/arhiv/index.php?id=380625&page=1>].
16. Grgič Maja: Vrzel še ni zapolnjena. Delo, Ljubljana, 15.5.2002(a), str. 1.
17. Grgič Maja: Lobiji proti zaščiti malih vlagateljev. Delo, Ljubljana, 4.7.2002b, str. 13.
18. Grgič Maja: 60 odstotkov je izpuhtelo. Delo, Ljubljana, 24.12.2002c, str. 15.
19. Hočevar Borut: Skladi igrajo dolgoročno. Finance, Ljubljana, 1996, 41, str. 13.
20. Hočevar Borut: Pidem ne pristoji vloga holdingov. Finance, Ljubljana, 1998, 98, str. 3.
21. Jašovič Božo: Dileme o preoblikovanju pidov. Bančni vestnik, Ljubljana, 1999, 10, str. 29-32.
22. Jurančič Iztok: Lastninjenje državnega z beraško palico. GV, Ljubljana, št. 30, 25.7.1996,
[URL: <http://black.gvskupina.si/arhiv/index.php?id=63024&page=36>].

23. Karlovšek Gregor: Ob preoblikovanju zaprtega v odprti sklad vrednost poskoči na knjigovodsko. Finance, Ljubljana, 5.2.2003, [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=40356>].
24. Kavčič Nadja: Vloga PID-ov na finančnem trgu. Diplomsko delo, Ljubljana, Ekonomska fakulteta, 1997, 48 str.
25. Kleindienst Robert: Varčevalne navade in mnenja Slovencev. Finance, Ljubljana, 1999, 82, str. 4.
26. Kodrič Sandi: Delnice in kaj z njimi. Kmečka družba, Ljubljana I(1999), IV/1, str. 3-4.
27. Kodrič Sandi: Pasti preoblikovanja pidov. Finance, Ljubljana, 2.1.2001, [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=1522>].
28. Končina Marko: Reforme: Pokojnine, lastnina in finančni trg. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1998, 11, str. 26.
29. Kovač Bogomir: Politična ekonomija privatizacije, 1990, str. 707.
30. Kovač Bogomir: Kako lastniti slovenska podjetja, Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993, 291 str.
31. Mikovič Mladen: Še preostali Maksimi na prostem trgu. Finance, Ljubljana, 13.5.2003, [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=47748>].
32. Mramor Dušan: Poglavlja iz poslovnih financ - zapiski predavanj. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. 171 str.
33. Mramor Dušan: Zanimanje delničarjev PID-ov za zamenjavo. Finance, Ljubljana, 1999a, 104, str. 8.
34. Nidorfer Matjaž: Ne, objave ne dovolimo! GV, 2002, 25, [URL: <http://black.gvskupina.si/arhiv/index.php?id=379256&page=1>].
35. Peklaj Robert: Ljudski kapitalizem socialistične Evrope. GV, Ljubljana, 1994, 18, str. 8-11.
36. Petavs Stane: Sladko umiranje pidov. Gospodarski vestnik, Ljubljana, št. 17, 26.4.2001, [URL: <http://black.gvskupina.si/arhiv/index.php?id=52701&page=1>].
37. Pinterič Jan: Pidi, grdi rački privatizacije. Gospodarski vestnik, Ljubljana, št. 19, 13.5.2002, [URL: <http://black.gvskupina.si/arhiv/index.php?id=373410&page=1>].
38. Pinterič Jan: Pidi so že pod nadzorom. Gospodarski vestnik, Ljubljana, št. 29, 22.7.2002a, [URL: <http://black.gvskupina.si/arhiv/index.php?id=382084&page=1>].
39. Podberšček Luka: Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 48 str., 7 pril.
40. Praprotnik Tanja: Pia Atena in Modra Linija bosta razdelili vsaj 90 odstotkov bilančnega dobička. Finance, Ljubljana, 12.6.2003, 112, str. 4.
41. Prebil Jure: Upravljanje s portfeljem. Moja družba, Ljubljana, III, 1998, 1, str. 9.
42. Prijatelj Volarič Jasmina: Uporabnost razpoložljivih poslovnih poročil podjetij z vidika naložbene politike investicijskih skladov. Slovenska ekonomska revija, 46 (1996), 3, str. 254.

43. Rakovec Gorazd: Koliko so vredne investicijske družbe. GV, Ljubljana, 43 (1994), 35, str. 22-23.
44. Repovž Mija: Dr. Dušan Mramor o slovenskem trgu kapitala. Delo, Sobotna priloga, Ljubljana, 3.7.1999, str. 33.
45. Ribnikar Ivan: Investicijska podjetja in investicijski skladi. Bančni vestnik, Ljubljana, 39 (1990), 4, str. 137-138.
46. Ribnikar Ivan: Utopija o skladih. Finance, Ljubljana, 7.9.1994, str. 2.
47. Ribnikar Ivan: Od denarja do medvedjega trenda. Ljubljana: CISEF, 1994a, 229 str.
48. Ribnikar Ivan: Privatizacijska luknja ali luknja v glavah. Finance, Ljubljana, 17.7.1996, str. 2.
49. Ribnikar Ivan: Drugi (in tretji) steber pokojninskega sistema in trg kapitala, Bančni vestnik, 1998, 5, str. 49-51.
50. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Ekonomska fakulteta, Ljubljana, 1999, 380 str.
51. Sekavčnik Bojan: Kje so vaši certifikati? Moja družba, Ljubljana II(1997), 3, str. 24-25.
52. Simoneti Marko et al.: Uskladitev provizij DZU-jev s stroški in uspešnostjo upravljanja Pid-ov. Ljubljana: Central & Eastern European Privatization Network, 1998. 246 str.
53. Šubic Petra: Pidi na prelomnici: Aktivni lastniki ali trgovci z deleži. GV, št. 24, 14.6.2001,
[URL: <http://black.gvskupina.si/arhiv/index.php?id=53254&page=14>].
54. Šubic Petra: Še devet dni za PPS. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 48 (1999), str. 12,13.
55. Teslič Radovan: Delovanje Kmečkih skladov. Moja družba, Ljubljana, II(1997), 3, str. 4-8.
56. Toplak Simona: Dražb sklada za razvoj ne bo več. Finance, Ljubljana, 1996, 55, str. 1.
57. Toplak Simona: Preobrazba tovariša samoupravljalca v gospoda delničarja. GV, št. 49, 12.12.1996a,
[URL: <http://black.gvskupina.si/arhiv/index.php?id=64487&page=2>].
58. Toplak Simona: Priprave ne borzni krst pidov bi kazalo pospešiti. Finance, Ljubljana, 26.2.1997, št. 15, str. 1.
59. Toplak Simona: Začetek konca odisejate. GV, št. 26, 1997a,
[URL: <http://black.gvskupina.si/arhiv/index.php?id=66596&page=1>].
60. Toplak Simona: Brezciljnost pidov. Finance, Ljubljana, 29.3.2001. str. 2.
61. Toplak Simona: Pa zisdu ne, pa zisdu ja... Finance, Ljubljana, 20.6.2002, str. 2.
62. Toplak Simona: Takoj vzajemci, takoj razpad kapitalskega trga. Finance, Ljubljana, 23.3.2003, [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=43868>].
63. Viršek Damjan: Privatizacijska luknja. Slovenski delničar, Ljubljana, II(1997), 9, str. 8.

64. Zajc Borut: Izvirnost v zakonu o PPS. Finance, Ljubljana, 1999, 106, str. 16.
65. Zajec Matej: Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb, magistrsko delo, Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta, januar 2000, 95 str., 17 pril.
66. Zobavnik Igor: Lastniški certifikati in pooblašcene investicijske družbe. VIP, Ljubljana, IV(1994), 2, str 4-9.
67. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna: DEJ, 1999. 421 str.

VIRI

1. Banka Slovenije: Finančni trgi, marec 2003, 28 str.,
[URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/bilteni/bil2003_03.pdf].
2. <http://www.ljse.si/StrSlo/DirektSk/trgUrTec.htm> Pri dividendah.
3. Preoblikovanje Atena 1 Sklad, d.d.:
[URL: <http://www.zdu-giz.si/docs/pid/at1n-atvp-preoblikovanje.rtf>].
4. Preoblikovanje PID Maksima 1, d.d.:
[URL: http://seonet.ljse.si/view.asp?document_id=5613,
http://seonet.ljse.si/view.asp?document_id=5614,
http://seonet.ljse.si/view.asp?document_id=5492,
http://seonet.ljse.si/view.asp?document_id=5452].
5. Preoblikovanje Nika PID 1, d.d.: [URL: <http://www.zdu-giz.si/docs/pid/nk1n-skup-preoblikovanje.rtf>].
6. Preoblikovanje PID-a Capinvest 2, d.d.:
[URL: <http://www.zdu-giz.si/docs/pid/CAP2-www2.doc>].
7. Preoblikovanje PID-a KS-Sklad 2, d.d.:
[URL: <http://www.zdu-giz.si/docs/pid/KS2-www2.doc>].
8. Preoblikovanje PID-a KS-Sklad 4, d.d.:
[URL: <http://www.zdu-giz.si/docs/pid/KS4-www2.doc>].
9. Sklep o ugotovitvi vrednosti premoženja, ki se preda PID-om za lastniške certifikate (Uradni list RS, št. 72/98).
10. Tečajnica: [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/DirektSk/trgUrTec.htm>].
11. Uredba o zbiranju lastniških certifikatov s strani pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 72/93, 40/94)
12. Vrednosti delnice PID-ov:
[URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/PidPBON/PidPBON1.asp#3>].
13. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94, 68/96, 25/97, 10/98, 26/99, 110/2).
14. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/92, 7/93, 31/93, 43/93, 6/94).
15. Zakon o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 50/99).

SLOVAR KRATIC

- ATVP- Agencija za trg vrednostnih papirjev
- DUZ- Družba za upravljanje
- PDZU- Pooblašena družba za upravljanje
- PID- Pooblašena investicijska družba
- ZGD- Zakon o gospodarskih družbah
- ZISDU- Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje
- ZLPP- Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij
- ZPSPID- Zakon o Prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb

PRILOGA

Priloga 1: Pregled vrednosti delnic PID-ov na dan 31.12.1999.

Oznaka delnic PID-ov	Enotni tečaj na 30.12.1999	Knjigovodska vrednost 1 na 30.12.1999	Knjigovodska vrednost 2 na 30.12.1999
AA1N	39,30 SIT	186,75	80,16
AR1N	48,27 SIT	195,06	115,21
AR2N	47,00 SIT	184,24	109,66
AR3N	31,40 SIT	184,4	56,64
AT1N	54,92 SIT	173,92	95,05
AT2N	52,90 SIT	171,76	95,82
AT3N	53,16 SIT	170,78	90,62
CAPN	36,30 SIT	192,8	74,57
CE1N	48,20 SIT	198,16	135,14
GT0N	35,51 SIT	185,45	61,35
IZ0N	52,58 SIT	170,56	84,11
KM0N	45,67 SIT	181,39	78,89
KR0N	47,24 SIT	144,03	110,43
KS1N	35,10 SIT	192,44	94,82
KS2N	35,05 SIT	191,33	92,94
KS4N	29,53 SIT	203,96	20,28
ML0N	70,00 SIT	n.p.	n.p.
ML2N	50,00 SIT	n.p.	n.p.
ML3N	50,00 SIT	n.p.	n.p.
MR0N	51,27 SIT	178,37	83,46
MR1N	44,53 SIT	171,17	69,71
MX1N	54,75 SIT	177,55	88,62
MX2N	49,45 SIT	175,02	84,95
MX3N	49,57 SIT	175,12	74,56
NF1N	82,91 SIT	182,36	182,36
NF2N	35,67 SIT	189,84	24,46
NK0N	35,85 SIT	188,3	136,13
NK1N	33,69 SIT	186,37	108,6
NK2N	31,00 SIT	197,26	85,39
PDON	38,05 SIT	127,88	92,6
PL0N	35,40 SIT	132,43	85,45
PM1N	90,92 SIT	174,3	174,3
PM2N	37,00 SIT	192,58	17,66
SN0N	43,08 SIT	180,39	95,71
ST1N	33,38 SIT	154,99	100,6
TG1N	95,29 SIT	196,58	196,58
TG2N	36,27 SIT	194,13	19,26
TR0N	42,30 SIT	166,41	91,45
TR1N	43,00 SIT	165,35	41,07
VN0N	79,50 SIT	199,5	199,5
VS0N	38,33 SIT	190,52	45,11
VZ0N	56,25 SIT	179,5	107,93
ZM1N	73,20 SIT	167,82	167,82
ZM2N	35,56 SIT	173,58	173,58
ZV1N	74,65 SIT	172,46	172,46
ZV2N	35,41 SIT	151,14	16,46

Vir: <http://www.ljse.si/StrSlo/DirektSk/trgUrTec.htm>