

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**PROBLEMATIKA PREOBLIKOVANJA POOBLAŠČENIH
INVESTICIJSKIH DRUŽB**

Ljubljana, oktober 2003

KLEMEN GRAŠIČ

IZJAVA

Študent/ka _____ izjavljam, da sem avtor/ica tega
diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom _____
in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetni domači strani.

V Ljubljani, dne _____

Podpis:

KAZALO

UVOD	1
1 POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE	2
1.1 PRIVATIZACIJA V SLOVENIJI	2
1.2 USPEŠNOST PID-ov PRI ZBIRANJU CERTIFIKATOV	3
1.3 PROBLEM PRIVATIZACIJSKEGA PRIMANJKLJAJA	5
2 PREOBLIKOVANJE PIDOV	8
2.1 MOŽNE OBLIKE PREOBLIKOVANJA	8
2.1.1 Preoblikovanje v odprte investicijske sklade	9
2.1.2 Preoblikovanje v investicijsko družbo	11
2.1.3 Preoblikovanje v redno delniško družbo – holding	14
2.1.4 Prenehanje z likvidacijo	16
2.2 DEJANSKI POTEK PREOBLIKOVANJA PIDOV	16
2.2.1 Preoblikovanje pred uveljavitvijo moratorija	16
2.2.2 "Delno" preoblikovanje PID-ov	19
2.2.2.1 Pripojitve PID-ov v okviru ene same družbe za upravljanje	19
2.2.2.2 Pripojitve in sočasne razdružitve v okviru ene družbe za upravljanje	21
2.2.3 Preoblikovanje dela PID-ov v prvi pokojninski sklad	22
2.2.4 Preoblikovanja v letu 2000	26
2.2.5 Preoblikovanja leta 2001	28
2.2.6 Preoblikovanja v letu 2002	31
2.2.7 Preoblikovanja v letu 2003	35
2.2.8 Npreoblikovane pooblašene investicijske družbe	38
3 ZADNJE NOVOSTI V ZVEZI S PROBLEMATIKO PID-ov	40
3.1 ZISDU – 1	40
3.2 PREDLOG ZAKONA O PREOBLIKOVANJU PID-ov	41
3.3 DRUGE PREDLAGANE REŠITVE	42
SKLEP	43
LITERATURA	44
VIRI	45
PRILOGA	

UVOD

Po zgledu nekaterih vzhodnoevropskih držav se je tudi Slovenija odločila za množično razdelitveno privatizacijo, katere del je potekal tudi skozi pooblašene investicijske sklade. Ti se od navadnih investicijskih skladov razlikujejo po tem, da so od države pridobili pooblastilo za zbiranje lastniških certifikatov in po obvezi, da morajo po določenem prehodnem obdobju postati normalne finančne institucije, ki jih poznajo razvite tržne ekonomije.

Predmet diplomskega dela je prav obravnavanje problematike preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb v finančne posrednike v pravem pomenu besede, kar pomeni, da pomagajo pri pretoku finančnih prihrankov od gospodinjstev k podjetjem. Kljub temu, da se je proces odprave družbene lastnine že končal, pa pooblašene investicijske družbe še vedno ne opravljajo te funkcije.

Namen diplomske naloge je preučitev različnih možnosti preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb z upoštevanjem ključnih parametrov, ki določajo okvirne možnosti za preoblikovanje, ter nanizati argumente tako za ene kot tudi za druge možne načine preoblikovanja.

Vsebinsko je diplomska naloga razdeljena na tri poglavja. Po začetni opredelitvi pooblaščenih investicijskih družb in njihovih upraviteljev sledi predstavitev privatizacije v Sloveniji. Poudarek sem dal predvsem na vlogo pooblaščenih investicijskih družb v tem procesu in na njihovo uspešnost pri zbiranju lastniških certifikatov. Prvi del sem zaključil s problemom privatizacijskega primanjkljaja.

V drugem, osrednjem poglavju diplomske naloge, najprej podrobno predstavim vse možne poti preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb ob upoštevanju zakonskih določil in za vsako možno obliko navedem tudi prednosti oziroma slabosti takšnega preoblikovanja. Sledi opis dejanskega poteka preoblikovanja PID-ov po kronološkem zaporedju: preoblikovanje pred uveljavitvijo moratorija, "delno" preoblikovanje, preoblikovanje dela pooblaščenih investicijskih družb v pokojninske sklade, preoblikovanja v letih 2000, 2001, 2002 in 2003. Na koncu prikažem še nepreoblikovane pooblašene investicijske družbe.

Diplomsko delo zaključujem s tretjim poglavjem, v katerem sem podal zadnje novosti v zvezi s problematiko preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb. Najprej sem navedel pogloblitve novosti novega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki je stopil v veljavo 1. januarja 2003, nato predstavil, kaj prinaša predlog posebnega Zakona o preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb, s katerim naj bi dokončno uredili to problematiko, na koncu pa podal še druge predlagane rešitve s strani nekaterih poznavalcev.

1 POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE

Pooblašcene investicijske družbe (PID-i) so posebne oblike investicijskih družb, prilagojene procesu preoblikovanja družbenega premoženja in prestrukturiranju gospodarskih subjektov v učinkovitejše in fleksibilnejše sisteme. Ustanovljene so bile z namenom zbiranja lastniških certifikatov in nalaganja tako zbranih certifikatov v delnice, ki jih je prodajal Sklad za razvoj (kasneje Slovenska razvojna družba kot njen pravni naslednik). Njihov ustanovitelj je bila lahko samo pooblašcana družba za upravljanje (DZU), ki pa je morala pridobiti posebno dovoljenje s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev za upravljanje pooblašcene investicijske družbe. Na podlagi upravljanja ima pooblašcana DZU pravico do provizije, ki ne sme presegati treh odstotkov povprečne letne čiste vrednosti sredstev pooblašcene investicijske družbe. Ker PID-i niso omejeni v deležu lastništva v investiranih podjetjih, smejo pooblašcene družbe za upravljanje tudi aktivno poseči v poslovanje podjetij v portfelju. Tako lahko v imenu in za račun PID-a opravljajo vse posle v zvezi z nadzorom in upravljanjem družbe – izdajatelja (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 1994, 137. člen). V tem primeru upravljalci PID-a sledijo investicijski politiki aktivnega lastništva. Lahko pa se odločijo še za pasivno investicijsko politiko, kar pomeni, da se osredotočijo na upravljanje z vrednostnimi papirji ali pa za kombinacijo obeh. Nadzor nad poslovanjem PID-ov in pooblaščenih DZU opravlja Agencija za trg vrednostnih papirjev. V primerih hujših kršitev zakonskih določil se lahko funkcija upravljanja PID-a prenese na drugo pooblašcano DZU. Oblika PID-ov je prehodna, ker so bodo morale na podlagi sprejetih zakonov preoblikovati v institucije, ki jih poznajo razvita tržna gospodarstva.

1.1 PRIVATIZACIJA V SLOVENIJI

Velik pomen za tako hiter razvoj investicijskih skladov v Sloveniji je treba pripisati procesu privatizacije, saj so bili ti prvič uzakonjeni prav kot subjekti privatizacije v Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPP, Uradni list RS, št. 55/92, 7/93, 31/93 in 43/93), ki je bil sprejet po dve leti trajajočih razpravah v novembru leta 1992. Same pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje ter način njihovega poslovanja pa je uredil Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki je pričel veljati kasneje in sicer 13. marca 1994 (ZISDU, Uradni list RS, št. 6/94). Vloga ZLPP je bila preoblikovati vsa podjetja z družbenim kapitalom v podjetja z znanimi lastniki, to je olastninjenje podjetij, razdelitev družbenega kapitala med vse strukture družbe in vzpostavitev mehanizmov za uvajanje kapitalske upravljalne strukture, ki bo omogočila večjo učinkovitost gospodarstva in normalno delovanje trga kapitala in delovne sile. Osnovni koncept zakona je združeval odplačno privatizacijo z brezplačno razdelitvijo dela družbenega kapitala delavcem in državljanom Republike Slovenije. Privatizacija je bila decentralizirana in avtonomna, kar pomeni, da je bila odločitev o lastninskem preoblikovanju prepuščena podjetju, ki se je samo odločilo za kombinacijo lastninskega preoblikovanja v okviru ZLPP. Podjetje je izdalo

delnice na podlagi otvoritvene bilance, ki je pokazala vrednost obstoječega kapitala. Osnovna shema za razdelitev družbenega kapitala je bila naslednja (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 43):

- 40% družbenega kapitala se prenese institucionalnim lastnikom – skladom in sicer:
 - 20% dobi Sklad za razvoj z namenom nadaljnje razdelitve tega kapitala pooblaščenim investicijskim družbam,
 - 10% družbenega kapitala se prenese na Odškodninski sklad za pokrivanje finančnih potreb v denacionalizacijskih postopkih in
 - 10% dobi Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja;
- 20% družbenega kapitala je namenjeno brezplačni interni razdelitvi delnic v zameno za lastniške certifikate, ki jih Republika Slovenija izda vsem svojim državljanom;
- 40% družbenega kapitala je namenjeno odplačni privatizaciji z zakonsko določenimi načini oziroma njihovo kombinacijo: notranjim odkupom delnic, javnim razpisom z zbiranjem ponudb, javno prodajo delnic ter posebno metodo prodaje vseh sredstev podjetja.

V prvi polovici leta 1993 so pri SDK odprli 2.000.900 certifikatnih računov za vse državljanse Slovenije. Nominalna vrednost certifikatov je bila od 100.000 do 400.000 tolarjev, odvisno od starosti državljanca. Celotna nominalna vrednost izdanih certifikatov je bila 567 milijard tolarjev. Lastniške certifikate je bilo mogoče uporabiti za nakup delnic v interni razdelitvi delnic v podjetju, kjer je bil posameznik zaposlen, v notranjem odkupu delnic podjetja s 50-odstotnim popustom (če so certifikati ostali po izvedeni interni razdelitvi delnic), v javnih prodajah delnic podjetij in za nakup delnic privatizacijskih investicijskih skladov (pooblaščenih investicijskih družb). Če navedene možnosti nekoliko zreduciramo, pridemo do dveh osnovnih možnosti za uporabo lastniškega certifikata: nakup delnic podjetja in nakup delnic investicijskega sklada. Glede na to, da so bile možnosti nakupov delnic podjetij omejene zaradi vezave nakupov nekaterih delnic podjetij na zaposlitev v tem podjetju in da je bila po drugi strani omejena možnost porabe certifikatov v javnih prodajah podjetij, saj teh enostavno ni bilo v potrebnem obsegu za večjo porabo certifikata, ni čudno, da se je večji del certifikatov porabil za nakup delnic pooblaščenih investicijskih skladov.

1.2 USPEŠNOST PID-ov PRI ZBIRANJU CERTIFIKATOV

Vlaganje lastniških certifikatov v pooblaščne investicijske družbe ni potekalo enakomerno. Glavnina lastniških certifikatov je bila v PID-e vložena v prvem letu njihovega zbiranja, konkretno v času od julija 1994 do junija 1995. V tem času je bilo vloženi 65 odstotkov vseh skupaj zbranih lastniških certifikatov v pooblaščne investicijske sklade (Podberšček, 2002, str. 11). DZU so namreč v prvem obdobju po ustanovitvi skladov vložile velik del sredstev v reklamo in tako pospešile vlaganja. V nadaljnjem obdobju pa je obseg vlaganja hitro upadal. Za sam proces zbiranja certifikatnih sredstev je značilno večkratno podaljšanje roka, do katerega se je lahko vložil certifikat v eno izmed možnih naložb. Prvi rok je bil določen z

Uredbo o izdaji, razdelitvi in uporabi lastniških certifikatov (Uradni list RS, št. 40/93) po katerem je moral imetnik certifikat uporabiti v šestih mesecih po izteku roka za lastninsko preoblikovanje podjetij, določenega z Zakonom o lastninskem preoblikovanju podjetja, to je do 5.12.1994. Kasneje je bil rok podaljšan štirikrat. Zadnji rok uporabe lastniških certifikatov je bil 30.10.1998. Po izteku tega roka so se evidenčni računi občanov zaprli, tako da z njimi niso mogli več razpolagati. Vrednost neporabljenih certifikatov je bila okrog 57 milijard tolarjev. Kako so bili PID-i oziroma posamezne družbe za upravljanje uspešne pri zbiranju certifikatov, je razvidno v spodnji tabeli.

Tabela 1: Zbran kapital po DZU po vrednosti certifikatov na dan 1.1.1993

Št.	DZU	Zbrana vrednost certifikatov (mio SIT)
1.	Aktiva, d.o.o.	8.243
2.	Arkada, d.o.o.	6.858
3.	Atena, d.o.o.	28.553
4.	A Trust, d.d.	3.366
5.	Avip, d.o.o.	10.019
6.	Cap Invest, d.o.o.	1.138
7.	Certius, d.o.o.	1.798
8.	Divida, d.d.	14.748
9.	Intara S&P, d.o.o.	10.773
10.	KBM Infond, d.o.o.	32.281
11.	Kmečka družba, d.d.	27.274
12.	Krekova družba, d.d.	27.127
13.	Krona, d.o.o.	20.916
14.	LB Maksima, d.o.o.	8.377
15.	NFD, d.o.o.	44.073
16.	Nika, d.d.	7.733
17.	Pomurska družba, d.d.	8.213
18.	Primorski skladi, d.o.o.	5.906
19.	Probanka, d.d.	17.367
20.	Pulsar, d.o.o.	0.675
21.	S Hram, d.d.	4.185
22.	Triglav, d.o.o.	33.308
23.	Vizija, d.o.o.	4.211
	SKUPAJ	327.142

Vir: Žnidaršič Kranjc, 2000, str. 74.

Kot vidimo, je bila največja družba za upravljanje po zaključku zbiranja certifikatov Nacionalna finančna družba, sledita ji Triglav in KBM Infond. V pooblaščenih investicijskih družbah je bilo torej vloženih za okrog 327 milijard tolarjev lastniških certifikatov od skupaj izdanih 567 milijard tolarjev, kar predstavlja 58 odstotkov vseh izdanih certifikatov. Certifikate je vložilo več kot 1.300.000 Slovencev ali 70 odstotkov državljanov. Vlagatelji v PID-e so bili predvsem (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 143):

- zaposleni v podjetjih, ki niso izvedla lastninjenja z interno razdelitvijo,
- zaposleni v državni upravi, šolstvu in drugih organizacijah, ki niso izvedle lastninskega preoblikovanja po ZLPP,
- tisti upokojniki, ki svojega lastninskega certifikata niso vložili v podjetja, v katerih so bili zaposleni pred upokojitvijo,
- otroci, ki kot družinski člani niso mogli sodelovati v interni razdelitvi v podjetjih, kjer so zaposleni njihovi straši,
- še nikoli zaposleni,
- brezposelni, saj so podjetja, v katerih so bili zaposleni, šla v stečaj.

Povzetek gornjih ugotovitev kaže, da predstavljajo večino vlagateljev v PID-e tisti, ki niso imeli druge možnosti ali pa teh zaradi pomanjkljivega znanja ali iz drugih razlogov (omejenih javnih ponud) niso izkoristili.

1.3 PROBLEM PRIVATIZACIJSKEGA PRIMANJKLJAJA

Primanjkljaj se je kot problem pokazal pri pooblaščenih investicijskih družbah kot neporabljen del certifikatnih sredstev v aktivih skladov za katerega Sklad za razvoj ni mogel ponuditi v odkup družbenega premoženja, ker je bilo to v skladu z Zakonom o lastninskem preoblikovanju že v celoti privatizirano. Zato se v nekaterih dokumentih privatizacijski primanjkljaj opredeljuje kar kot razlika med nominalno vrednostjo certifikatov, ki so jih zbrali PID-i in vrednostjo premoženja, ki je po ZLPP bila namenjena razdelitvi pooblaščenih investicijskim skladom po stanju na dan 1.1.1993. Med ključne vzroke nastanka privatizacijskega primanjkljaja lahko štejemo (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 164):

- napačno ocenjeno višino družbenega kapitala,
- možnost prevrednotenja sredstev, izkazanih v knjigah podjetij na dan 31.12.1992, kar je bila edina znana kategorija, za potrebe lastninjenja na dan 1.1.1993,
- izločitev sredstev po zakonu o denacionalizaciji iz družbenega premoženja,
- izločitev deležev države na podlagi Zakona o gospodarskih javnih službah iz družbenega premoženja,
- popuste za nakupe delnic v notranjem odkupu,
- možnost izkoristiti neizplačane plače iz preteklega obdobja za lastninjenje,

- pritiske na večanje obsega certifikatov, izdanih posameznemu državljanu.

Kljub navedenim problemom pa do privatizacijskega primanjkljaja, vsaj v večji meri, ne bi prišlo, če se družbe za upravljanje predhodno ne bi dogovorile o enotnem nastopanju na dražbah Sklada za razvoj. V nasprotnem primeru bi med njimi prihajalo do cenovne konkurence in s tem do bistveno višjih cen paketov delnic¹. Zadnja dražba (peta) je bila izvedena v prvi polovici leta 1996, nato pa so dražbe zamenjali javni razpisi za zbiranje ponudb, ki so prinesli tudi to novost, da vsota cen vseh paketov ni smela biti nižja od izklicne cene vseh na dražbi ponujenih paketov. To je pomenilo, da so investicijski skladi pakete manj uspešnih podjetij še vedno lahko kupovali po denimo polovični ceni, vendar pa so morali v tem primeru za boljše kasneje odšteti 150 odstotkov izklicne cene. PID-i so morali do roka, določenega v javnem razpisu, Skladu za razvoj poslati enotno ponudbo vseh PID-ov za nakup ponujenega premoženja. Do preprečitve oz. zmanjšanja primanjkljaja bi prišlo tudi, če ne bi bil odklonjen nakup posameznih delnic po cenah, ki so bile nerealno visoko postavljene. Primer za navedeno je bilo odklonilno stališče družb za upravljanje do ponujenega paketa delnic Slovenskih železarn na 11. dražbi Sklada za razvoj v decembru 1998.

Napore za opredelitev višine privatizacijskega primanjkljaja bi lahko razdelili v tri obdobja (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 164):

- obdobje zanikanja obstoja privatizacijskega primanjkljaja s strani predstavnikov vlade in ministrov – leto 1995,
- obdobje priznavanja obstoja privatizacijskega primanjkljaja, pri čemer se je le-ta načrtno prikazoval kot manjši iz zavračanja reševanja navedenega problema – leti 1996 in 1997,
- obdobje priznanja višine in opredelitev reševanja privatizacijske vrzeli – leti 1998 in 1999.

Predstavniki družb za upravljanje so že meseca januarja leta 1995 obvestili predsednika vlade o nastalem lastninskem razkoraku in tako prvič javno opozorili na ta problem. Vendar pa je bil s strani države lastninski razkorak priznan šele po dobrih treh letih prepričevanj s strani Združenja družb za upravljanje in to potem, ko je država ignorirala številne zakonsko določene roke za zapolnitev omenjenega razkoraka². Ministrstvo za ekonomske odnose in razvoj je šele v mesecu oktobru leta 1998 v Uradnem listu objavilo Sklep o ugotovitvi vredosti premoženja, ki se preda pooblaščenim investicijskim družbam za lastniške certifikate (Uradni list RS, št. 72/98). S tem sklepom je bil dokončno ugotovljen lastninski razkorak in sicer na sledeč način (Zajec, 2000, str. 27):

- PID-i so zbrali lastniške certifikate državljanov v vrednosti 327,2 milijarde tolarjev.

¹ Delnice podjetij so bile združene v paketih, kateri so vsebovali delnice enega podjetja, delnice velikih podjetij pa so razdelili v več paketov.

² Omenimo samo Zakon o zagotavljanju sredstev pooblaščenim investicijskim družbam zaradi zamenjave teh sredstev za zbrane lastniške certifikate (Uradni list RS, št. 59/96), ki je vlado zavezoval, da mora izdati zakon, ki bo zagotovil premoženje PID-om do 31.1.1997, in ki je določal, da naj bi se certifikati zamenjali najkasneje do 31.12.1997. Oba zakonska roka sta bila krepko prekoračena s strani vlade).

- Do dneva objave sklepa so PID-i zamenjali za premoženje 169,8 milijarde tolarjev, tako da je bila vrednost še neizkoriščenih certifikatov 157,4 milijarde tolarjev.
- Privatizacijski primanjkljaj je bil zmanjšan za tisti del vrednosti delnic podjetij, nad katerimi je bil začet stečajni postopek in ki bi bila sicer na podlagi Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij namenjena za razdelitev PID-om. Po izračunih Ministrstva za ekonomske odnose in razvoj je znašala ta vrednost 8,5 milijarde tolarjev.
- Pri Slovenski razvojni družbi je bilo za PID-e na razpolago še vedno 29 milijard tolarjev premoženja.
- Nominalna vrednost lastniških certifikatov, za katere je bilo potrebno PID-om še zagotoviti premoženje, je bila 119,9 milijarde tolarjev.

Država je skušala problem vrzeli rešiti tudi z ustanovitvijo Prvega pokojninskega sklada. Zakon o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 50/90), ki je bil sprejet julija 1999, je namreč omogočil zamenjavo delnic PID-ov, ki še niso imele kritja v realnem premoženju, za pokojninske bone novoustanovljenega Prvega pokojninskega sklada, za kar pa se je odločilo le okrog 5 odstotkov imetnikov delnic PID-ov s pravico do izbire (glej točko 2.2.3). Obseg certifikatov, ki se je pri tem prenesel iz PID-ov, ne pomeni zmanjšanja državne obveznosti iz naslova vrzeli, temveč je s tem prišlo samo do prenosa problema privatizacijskega primanjkljaja na pokojninski sklad.

Formalno se je problem privatizacijskega primanjkljaja rešil 20.12.2001, ko so PID-i sprejeli še zadnji sveženj premoženja od Slovenske razvojne družbe. Zaradi številčnosti pogodb so se preknjižbe premoženja na račune PID-ov vršile še v prvih dneh marca leta 2002. PID-i so sicer v celotnem procesu zamenjave lastninskih certifikatov na petih javnih dražbah za certifikate kupili za 93,5 milijard tolarjev premoženja, na sedmih uspešnih javnih razpisih pa je bilo kupljenih za 224,8 milijard tolarjev premoženja. Dva javna razpisa sta bila neuspešna, ker so jih PID-i zavrnilo zaradi slabe kvalitete ponujenega premoženja ter sporne cene, po kateri se je ponujalo to premoženje. Vsi poskusi pooblaščenih investicijskih družb, da bi bilo na sezname uvrščeno tudi kakovostno premoženje, so se v glavnem izjalovili. Tako je bil, na primer, paket delnic obeh državnih bank, ki je bil že na seznamu za predajo, zamenjan za delnice in deleže 299 gospodarskih družb, v lasti obeh paradržavnih skladov (Slovenske odškodninske družbe in Kapitalske družbe). Šlo je pretežno za netržno premoženje. Na drugi strani pa so se PID-i po vztrajnem zavračanju otresli močno precenjenih podjetij, kot sta Slovenske železarne in Tovarna dušika Ruše, ki sta bili prav tako na seznamu za predajo PID-om.

2 PREOBLIKOVANJE PIDOV

PID-i so bili ustanovljeni z namenom preoblikovanja družbenega premoženja in prestrukturiranja gospodarskih subjektov v učinkovitejše in fleksibilnejše sisteme. Z dokončno zapolnitvijo privatizacijske vrzeli ob prelomu v leto 2002 so izgubili vlogo privatizacijskega posrednika, za katero so dobili pooblastilo zakonodajalca, zato se morajo preoblikovati v institucije, ki jih poznajo razvita tržna gospodarstva. Zakonodajalec je že v Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) (Uradni list RS, št. 6/94, 143. člen) za pooblaščenice investicijske družbe predpisal rok petih let od uveljavitve zakona, v katerem morajo PID-i začeti z usklajevanjem naložb v skladu z določbami ZISDU o investicijskih družbah, in dodatnih pet let, da se dokončno uskladijo. Kot sankcija za neizpolnitev te dolžnosti je bila predvidena bodisi likvidacija PID-a, bodisi njegovo preoblikovanje v redno delniško družbo. Po tem zakonu naj bi prvotno PID-i prenehali obstajati na začetku leta 2004. Novela ZISDU-B (Uradni list RS, št. 10/98) je zadržala možnost preoblikovanja PID-a v redno delniško družbo pred 13. marcem 1999 ter določila pogoje, ki morajo biti ob tem izpolnjeni (glej točko 2.1.3). Novela je tudi določila, da mora PID pred vpisom spremembe dejavnosti v sodni register pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev (AVTP) za preoblikovanje. Z ZISDU-C (Uradni list RS, št. 26/99) se je ta prepoved podaljšala za eno leto. Zakon o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih družb (ZPSPID), ki je bil sprejet junija 1999 (Uradni list RS, št. 50/99), je rok za dokončno preoblikovanje prestavil na 13. julij 2002. V zakonu je kot možen način preoblikovanja navedena tudi razdružitev PID-a v investicijsko družbo (ID) ter redno delniško družbo, če pri tem ohrani enakost deležev vsakega posameznega delničarja v obeh družbah. Šteje se, da se je pooblaščenica investicijska družba uskladila z določbami ZISDU z dnem, ko AVTP o tem izda ugotovljeno odločbo. To je razlog, da sem v diplomskem delu za datum preoblikovanja upošteval datum izdaje soglasja k preoblikovanju s strani AVTP. Sankcija za nespoštovanje določb o roku za preoblikovanja je odvzem njenega dovoljenja za upravljanje PID-a. S spremembami ZPSPID (Uradni list RS, št. 58/02) je bil junija 2002 še enkrat podaljšan rok za preoblikovanje PID-ov v investicijske sklade oziroma navadne delniške družbe do konca leta 2003, ker vsi PID-i zaradi pozne zapolnitve privatizacijske vrzeli niso mogli opraviti želenih prestrukturiranj naložb za to preoblikovanje.

2.1 MOŽNE OBLIKE PREOBLIKOVANJA

Sam Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94) je predvidel, poleg prenehanja PID-a z likvidacijo ali preoblikovanja v redno delniško družbo kot skrajne rešitve, uskladitev PID-ov s tem zakonom, kar pomeni preoblikovanje v vzajemni sklad ali investicijsko družbo. Zaradi specifične strukture naložb (visokega deleža netržnih naložb) PID-ov je ZPSPID (Uradni list RS, št. 50/99) predvidel kot možen način preoblikovanja tudi razdružitev PID-a, vendar samo v investicijsko družbo ter redno delniško

družbo, ne pa tudi v vzajemni sklad. Predvsem velik pritisk strokovne javnosti pa je vplival na to, da ZISDU-1 (Uradni list RS, št. 110/02), ki je bil sprejet konec novembra 2002, predvideva tudi to možnost.

2.1.1 Preoblikovanje v odprte investicijske sklade

Odprti investicijski sklad ali vzajemni sklad je premoženje, ki ga sestavljajo naložbe, financirane z denarjem fizičnih oziroma pravnih oseb, v prenosljive vrednostne papirje. Enota premoženja takšnega sklada je investicijski kupon, ki imetnikom zagotavlja pravico do sorazmernega dela dobička iz naložb investicijskega sklada, sorazmernega deleža sredstev ob likvidaciji vzajemnega sklada ter pravico do izplačila vrednosti investicijskega kupona, kadar imetnik tako zahteva. Posamezni lastnik ne sme imeti v lasti več kakor 5 odstotkov vseh enot premoženja posameznega investicijskega sklada. Cena kupona se določa dnevno in je enaka čisti vrednosti sredstev na investicijski kupon. Slednja se izračuna tako, da se celotna sredstva vzajemnega sklada (vsota trenutne tržne vrednosti vseh vrednostnih papirjev, ki jih drži vzajemni sklad) zmanjšajo za znesek vseh obveznosti in rezervacij, nato pa se to deli s številom enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku. Pogoj za dnevno določanje vrednosti sredstev je, da ima sklad sredstva v takšnih vrednostnih papirjih, za katere je vsak trenutek znan tečaj, torej predvsem v vrednostnih papirjih, ki kotirajo na borzah. Tako določena cena investicijskih kuponov se objavlja vsak dan sproti (Ribnikar, 1990, str. 138). Če so investitorji neto kupci investicijskih kuponov sklada, so upravitelju na voljo dodatna sredstva za nove investicije v vrednostne papirje, v primeru neto prodaj pa mora upravitelj odprtega sklada zagotoviti potrebna izplačila. Sprva črpa iz denarnih rezerv, ko to izčrpa, pa mora prodati sorazmeren del portfelja vrednostnih papirjev. Vrednost premoženja je torej odvisna od interesa in povpraševanja po investicijskih kuponih sklada, zato je glavna skrb upravitelja sklada, da obdrži vlagatelje. Sama vrednost enot sklada naraste, ko narastejo tečaji vrednostnih papirjev v premoženju sklada.

Pogoj za preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v vzajemni sklad je, da morajo naložbe v vrednostne papirje, ki kotirajo na borzah v PID-u ali njegovem delu, ki se preoblikuje, predstavljati najmanj 90 odstotkov vseh naložb. Ta pogoj je potreben, da se lahko izplača vlagatelje, ki zapuščajo sklad po čisti vrednosti enote premoženja. V strokovnih krogih zagovarjajo preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v vzajemne sklade predvsem zaradi zaščite malih delničarjev. Mramor je že v intervjuju (Viršek, 1999, str. 4) leta 1999 povedal, da je po njegovem mnenju vzajemni sklad idealni način obvladovanja družbe za upravljanje. Kadar imamo zelo razpršene delničarje, je to edini način, da lahko vsi glasujejo o njenem delu. Uporabijo najučinkovitejši način – v trenutku, ko vzajemni sklad ne dosega donosnosti, ki se zdi vlagatelju ustrezna, enostavno zamenjajo enote premoženja za denar, torej izstopijo iz sklada. Zmanjša se premoženje sklada in posledično provizija družbe za upravljanje, kar je zanj kazeno. Upravljalca na ta način obvladujejo prav vsi delničarji.

Za preoblikovanje v smeri vzajemnega sklada so bolj primerni skladi, ki imajo sledeče lastnosti (Žnidaršič, 1999, str. 270):

- z delnicami sklada se trguje po cenah, ki so daleč pod knjigovodsko vrednostjo, upravitelj sklada pa ne ravna v smeri, ki bi razliko med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice znižal,
- stroški sklada so višji kot stroški primerljivih skladov,
- likviden portfelj,
- nekateri delničarji sklada poskušajo prevzeti sklad,
- nizek donos sklada,
- upravitelj sklada nima v lasti delnic sklada ali ima relativno majhno število delnic.

Nasprotovanja preoblikovanju PID-ov v takšno obliko skladov se pojavljajo s strani upravljalcev predvsem zaradi visokih razlik med tržnimi cenami delnic PID-ov ter njihovo čisto vrednostjo sredstev (glej tabelo 1 v prilogi). Potrebno je vedeti, da se v pooblaščenih investicijskih družbah ni vlagalo denarja, ampak certifikati, ti pa so bili podarjeni. Mali delničarji niso zaupali certifikatov pooblaščenimi (zaprtim) investicijskim družbam zaradi njihovih posebnosti, temveč je bila to njihova edina možnost. Tako verjetno na skupščini ne bi glasovali proti preoblikovanju in bi po odprtju večina delničarjev izstopila iz na novo nastalih vzajemnih skladov po čisti vrednosti sredstev, saj bi v kratkem času vnovčili precejšen popust. Upravljalcem bi se tako hitro zmanjšal obseg premoženja in ostali bi tudi brez provizije, ki temelji na odstotkih celotnega premoženja.

Ob tem se kot dodaten problem pojavlja vprašanje, ali bo sklad ob potencialno večjih unovčitvah kuponov in posledični razprodaji naložb zanje resnično dobil željen izkupiček. Lahko bi se izkazalo, da so naložbe v resnici kvazi tržne in da jih ne bi mogli prodati po ceni, kakršno si želijo. Ta problem je precej pereč za slovenske razmere, kjer se soočamo z relativno plitkim trgom kapitala. Nekateri poznavalci predlagajo kot rešitev spremembo v metodologiji izračuna čiste vrednosti sredstev, ki naj bi jo prilagodili tako, da bi ocenjevali dejansko vrednost naložb glede na njihovo likvidnost. Naložbe je potrebno ovrednotiti zelo konservativno z vidika možnosti, kako jih je mogoče spremeniti v denar in ob obračunski ceni upoštevati še ustrezen diskont (Viršek, 1999, str. 4).

Obstaja pa tudi nevarnost netransparentnosti samega preoblikovanja in zlorab ob vnovčevanju delnic po čisti vrednosti sredstev, kar bi pretilo predvsem malim delničarjem. Velik delež delnic PID-ov je v rokah pooblaščenih DZU. Ob preoblikovanju bi obstajala možnost, da le-te takoj prve unovčijo 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 unovčevanja delnic s strani upravitelja, kar bi povzročilo prodajanje najprej dobrih naložb vzajemnega sklada in posledično zniževanje čiste vrednosti sredstev kasneje za preostale delničarje. Predčasne unovčitve delnic s strani

pooblaščenih DZU, tudi posredno preko povezanih oseb, bi morale biti strogo sankcionirane in onemogočene, čeprav je z zakonom to težko preprečiti (Zajec, 2000, str. 74).

Da pa je preoblikovanje v vzajemne sklade izvedljivo in da poleg prednosti prinaša s seboj tudi nekatere nevarnosti, kaže primer privatizacijskih skladov na Češkem. Ugotovili so, da med glavne deformacije delovanja privatizacijskih skladov sodi predvsem njihova nedodelana dvojna vloga (upravljanje podjetij ali upravljanje portfeljev), neustreznost institucionalne strukture, ki daje veliko moč upravljalcem skladov v primerjavi z razpršenim lastniškim nadzorom delničarjev, in številne zlorabe pri trgovanju z naložbami zaradi slabega nadzora. Odziv regulatorja na naštete in še številne druge pomanjkljivosti je bil precej radikalen. Osnovna podmena pri institucionalnem preurejanju privatizacijskih skladov je bila, da so skladi institucije finančnega sistema, ki posredujejo zbrane finančne prihranke. Tako so predpisali, da se morajo vsi zaprti investicijski skladi preoblikovati v odprte sklade. Da bi preprečili naval unovčevanja kuponov s strani vlagateljev, je na Češkem preobrazba zaprtih skladov v odprte potekala ob ustreznem tranzicijskem regulativnem aranžmaju, ki je trajal dve leti od začetka preoblikovanja. Tako so delničarji, ki so želeli "izstopiti" iz vzajemnega sklada v prvem letu, morali plačati 20-odstotno provizijo, v drugem letu 10-odstotno, v tretjem letu pa normalno raven provizije (Jašovič, 1999, str. 31). Izstopna provizija ni pripadla družbi za upravljanje, pač pa je ostala v vzajemnem skladu. Tako so bili nagrajeni tisti, ki so ostali. Odziv trga na regulativne spremembe je bil približno tako radikalen kot spremembe same. Visoki diskonti na čisto vrednost sredstev so se že ob samem sprejetju zakona začeli hitro zmanjševati, relativni delež sredstev odprtih skladov pa hitro povečevati.

2.1.2 Preoblikovanje v investicijsko družbo

Investicijska družba je zaprt investicijski sklad s fiksnim obsegom kapitala. Od odprtega sklada se razlikuje po tem, da je velikost sklada oziroma število delnic sklada določena ob ustanovitvi in je fiksna. Velja podobno kot sicer za delniško družbo, le da ob morebitni odločitvi za povečanje sklada dosednji delničarji nimajo prednostnega nakupa novih delnic. Z delnicami teh skladov se trguje na sekundarnem trgu kapitala. Vrednost premoženja zaprtega investicijskega sklada se spreminja le s spremembami tečajev vrednostnih papirjev, ki jih imajo v aktivih, lahko pa se poveča z občasnimi izdajanjem novih delnic. Investitor lahko kupi delnice sklada ob njegovi ustanovitvi oziroma ob začetni prodaji delnic, ali pa kasneje na sekundarnem trgu od drugega investitorja, ki jih želi prodati. Delnice zaprtih skladov kotirajo na borzah in na trgu prek okenc (OTC market), kjer se oblikujejo njihove tekoče cene. Tečaj delnice takega sklada na trgu ni vedno enak vrednosti aktive na delnico, ampak je odvisen od ponudbe in povpraševanja na trgu. Nove delnice zaprtih skladov niso nujno izdane v višini čiste vrednosti sredstev, ampak na ravni tržne vrednosti. Kadar je povpraševanje po delnicah za določen zaprti sklad izjemno močno, se tržna cena delnice dvigne nad čisto vrednost aktive na delnico, vendar pa imajo zaprti skladi pogosto tržno ceno pod čisto vrednostjo aktive na delnico. V tem primeru novih delnic sklada ni mogoče izdati brez oslabitve pozicije

obstoječih delničarjev, kar pomeni, da je tak sklad skoraj brez možnosti za novo izdajo delnic. Pritisk na upravitelje investicijskih družb je manjši kot na upravitelje vzajemnih skladov. To pa predvsem zato, ker se prvim ni treba ukvarjati s skrbjo, da bi mu delničarji ušli (seveda pa lahko v primeru množičnih prodaj delnic tečaj le-tem močno pade) ter ni se jim treba ukvarjati s stalnimi nakupi in prodajami vrednostnih papirjev, ki jih imajo v portfelju, kot je to nujno pri odprtih skladih, kjer investitorji dnevno vstopajo in izstopajo v oz. iz sklada in s tem povzročajo nastanek presežka sredstev, ki ga je potrebno dodatno investirati, ali primanjkljaja, ki ga morajo kriti s prodajo dela vrednostnih papirjev. Tako imajo upravitelji zaprtih skladov več časa za ustrezne analize vrednostnih papirjev in določanje časovnih terminov nakupov in prodaj vrednostnih papirjev in ima zato mnogokrat tudi ugodnejše investicijske rezultate.

Če primerjamo zaprte investicijske sklade z odprtimi, ugotovimo (Zajec, 2000, str. 49) :

- Pri vzajemnih skladih, kjer investitorji dnevno vstopajo in izstopajo v/iz sklada in povzročajo nastanek presežka sredstev, ki ga je potrebno dodatno investirati, ali primanjkljaja, ki ga je potrebno kriti s prodajo dela vrednostnih papirjev, morajo upravljalci zagotoviti, da precejšen del naložb predstavljajo likvidna sredstva³. Takšna sredstva (gotovina, zakladne menice...) so praviloma mnogo manj donosna od drugih vrst naložb, zato zaprti investicijski skladi, ki ne potrebujejo tolikšnih likvidnih sredstev, lahko dosežejo višjo donosnost na vložena sredstva.
- Upravljalci vzajemnih skladov se soočajo z nestabilnim obsegom celotnih sredstev. Ob močnih nihanjih se lahko zgodi, da morajo prestrukturirati naložbe v smeri trenutnih preferenc svojih delničarjev in pri tem povsem zanemariti ob ustanovitvi zapisano investicijsko politiko. Imajo manj časa za ustrezne analize vrednostnih papirjev in določanje terminov nakupov in prodaj vrednostnih papirjev in imajo zato mnogokrat tudi slabše investicijske rezultate.
- Zaprti investicijski skladi se lahko zaradi fiksne velikosti svojih sredstev praviloma veliko lažje zadolžujejo.
- Cena delnic zaprtih investicijskih skladov se oblikuje na trgu glede na povpraševanje in ponudbo ter ni enaka čisti vrednosti sredstev na delnico, ampak je ponavadi nižja. Ob investiranju v vzajemni sklad lahko investitor pridobi samo ob povišanju čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada, ob investiranju v zaprti investicijski sklad pa poleg tega lahko pridobi še z zmanjševanjem razlike med čisto vrednostjo sredstev zaprtega investicijskega sklada in njegovo tržno ceno.
- Na spošno so vzajemni skladi stroškovno bolj učinkoviti, saj so deleži stroškov v celotnih sredstvih nižji zaradi praviloma večjega obsega celotnih sredstev.
- Naložbe v delnice zaprtih investicijskih skladov so manj likvidne, manj fleksibilne in predvsem bolj tvegane napram naložbam v vzajemne sklade.

³ Po ZISDU (Uradni list RS, ŠT. 6/94) morajo vzajemni skladi v Sloveniji imeti najmanj 5% svojih naložb v obliki likvidnih sredstev in v kratkoročnih vrednostnih papirjih, katerih rok dospelja ne sme biti daljši od 6 mesecev).

Glede na to, da so pooblaščen investicijski skladi po svoji naravi zaprti skladi, se zdi, da je preoblikovanje PID-ov v pravo investicijsko družbo najbolj logična varianta preoblikovanja, saj bi morali ti poskrbeti le, da se uskladijo s predpisano strukturo naložb, to je 60 odstotkov tržnih vrednostnih papirjev med vsemi naložbami.

Eden glavnih motivov za ustanovitev zaprtih investicijskih skladov in za vlaganje v tak sklad 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. Številni zaprti investicijski skladi, ki investirajo sredstva v takšne naložbe, ne prodajo teh naložb, vse dokler ne postanejo tržne, oziroma dokler podjetja, v katera so investirali, ne postanejo uspešna (cena njihovih delnic se poveča). Takšni zaprti 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. Zaprti investicijski skladi niso ustanovljeni in ne poslujejo v takšni obliki, da lahko daljše obdobje zadržujejo sredstva v netržnih, a dolgoročno perspektivnih naložbah (Zajec, 2000, str. 81).

V razvitem svetu je značilno tudi to, da v zaprte investicijske sklade vlagajo investitorji, katerih dohodki in celotna finančna sredstva so višja od investitorjev v odprte investicijske sklade. V Sloveniji pa delničarji v pooblaščen investicijske družbe niso investirali svojih prihrankov, ampak so vanje vložili podarjene certifikate. Niso torej investirali vanje, da bi dolgoročno pridobili na podlagi njihove specifičnosti, ampak je bila takšna oblika investicijskih skladov edina možnost v procesu lastninskega preoblikovanja.

Investicijske družbe, ki bi morda nastale s preoblikovanjem PID-ov, bi bile koristne večinoma samo za upravljalce. Ti bi še naprej lahko zaračunavali visoke upravljalске provizije, verjetnost, da bi bilo premoženje, ki bi ga upravljali, prenešeno k drugemu upravljalcu, pa bi bila še naprej zelo majhna. Upravljalci sploh ne bi bili ustrezno motivirani za povečanje premoženja svojih delničarjev. Mali delničarji, ki bi še vedno predstavljali večinske lastnike v investicijskih družbah, nastalih s preoblikovanjem PID-ov, pa bi lahko pridobili sredstva iz teh naložb, ki jim tako glede tveganosti kot glede ročnosti sploh ne bi ustrezale, samo s prodajo delnic investicijskih družb na trgu po ceni, verjetno precej nižji od čiste vrednosti sredstev na delnico (izhajamo iz dejstva, da je običajno naložba v investicijsko družbo donosna na dolgi rok). Prodaja delnic investicijske družbe s strani nezadovoljnih delničarjev ne sankcionira upravljalca sklada, saj se njegova nagrada v obliki odstotka od čiste vrednosti sredstev zaradi prodaje ne spremeni. Delničarji bi bili mnogo bolj zadovoljni s preoblikovanjem PID-ov v investicijske družbe v primeru izrazitih sprememb glede zaračunavanje 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 lastniki drugih investicijskih družb in dobile možnost, da kot dejavni lastniki poskrbijo za drugačno upravljanje. Konkurenco med upravljalci, ki bi edina zagotovila znižanje upravljalških provizij na nižje ravni, bi bilo morda možno doseči tudi z obveznim rednim obnavljanjem pogodb za upravljanje posameznih investicijskih družb. Vendar nikjer na svetu takšne rešitve niso običajne (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 277).

Z namenom optimizacije naložb delničarjev pooblaščenih investicijskih družb se preobrazba v investicijsko družbo ponuja zgolj kot začasna rešitev. Ker imajo lahko PID-i do 40 odstotkov netržnih naložb, bi se moralo to priložnost izkoristiti. Predvsem za PID-e tistih pooblaščenih DZU, ki v prospektih za javno ponudbo niso obljubljali izključno aktivnega upravljanja s podjetji v portfelju sklada, a kljub temu še vedno izkazujejo večje deleže netržnih naložb, bi bilo v očeh vlagateljev v sklad preoblikovanje v investicijsko družbo smotno. Ta bi bila oblikovana tako iz tržnih kot iz netržnih naložb v razmerju, kot to dopušča zakon. Iz investicijske družbe bi morale biti zaradi omejitev glede izpostavljenosti posameznemu izdajatelju izključene tudi naložbe v kvalificirane deleže (nad 10 odstotkov). S postopno kotacijo vse večjega dela netržnih naložb in prodajo le-teh ob trenutku, ki bi zagotavljal optimalni donos, bi se lahko delež tržnih naložb povečal in postopno bližal 90 odstotkom. Ko bi enkrat dosegli ta delež, bi si s tem zagotovili pogoje za preoblikovanje v vzajemni sklad.

2.1.3 Preoblikovanje v redno delniško družbo – holding

Bistvena značilnost, ki tovrstne institucije loči od investicijskih skladov, je v tem, da se holdingi ukvarjajo z upravljanjem oziroma obvladovanjem podjetij, skladi pa z upravljanjem portfelja. Pri tem je treba dodati, da je nagrajevanje za takšno delo lahko zelo različno in predvsem drugačno kot pri investicijskih skladih. Skladi lahko zavoljo preglednosti za svoje delo zaračunavajo le upravljalško provizijo, zaradi česar tudi nimajo prave motivacije za resno upravljanje podjetij (Jašovič, 1999, str. 30).

Ta oblika preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb je v slovenskem finančnem prostoru potekala že pred letom 1998 in je bila sploh prva oblika kakršnegakoli preoblikovanja PID-ov. Takrat se je 5 pooblaščenih investicijskih družb (glej točko 2.2.1) odločilo za preoblikovanje v delniške družbe, organizirane v skladu z Zakonom o gospodarskih družbah. Ker je šlo v teh primerih tudi za okoriščanje družb za upravljanje na račun delničarjev PID-ov, je Agencija za trg vrednostnih papirjev v začetku leta 1998 začasno zamrznila možnost preoblikovanja v redno delniško družbo. To je bila edina možnost, da se prepreči hitro preoblikovanje PID-ov v finančni holding, posebej še, ker je preoblikovanje spremljalo tudi kupovanje delnic s strani pooblaščenih DZU izven organiziranega trga. Z zakonom o spremembah in dopolnitvah Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje so postavljeni naslednji pogoji preoblikovanja v redno delniško družbo-holding (Uradni list RS, št. 10/98, 2.člen):

- največ 2 odstotka vseh naložb so naložbe v tržne vrednostne papirje in likvidna sredstva z rokom dospelosti do 6 mesecev,
- takšna omejitev ne velja za vrednostne papirje tistih izdajateljev, pri katerih je posamezna investicijska družba že pridobila kvalificiran delež, večji od 25 odstotkov,
- sestava naložb pooblaščenice investicijske družbe iz prve točke tega odstavka je v skladu z investicijsko politiko, določeno v statutu pooblaščenice investicijske družbe, najmanj šest mesecev pred zasedanjem skupščine, ki odloča o preoblikovanju,
- delnice pooblaščenih investicijskih družb so bile uvrščene na organiziran trg najmanj šest mesecev pred zasedanjem skupščine, ki odloča o preoblikovanju,
- sklep o spremembi dejavnosti sprejme skupščina PID-a s tričetrtinsko večino oddanih glasov.

Določeno je tudi, da pooblaščenica družba za upravljanje iz delnic, katerih imetnik je, v skladu s tem zakonom nima pravice glasovati o preoblikovanju in nihče drug ne more uresničevati glasovalne pravice iz teh delnic na njen račun. Poleg tega PID-i ne smejo pozabiti na ureditev razmerij med nekdanjim PID-om (novim holdingom) in družbo za upravljanje glede provizije. Provizijo, ki jo je le ta dobila za upravljanje vnaprej, je treba vrniti (navadno v premoženje holdinga), in sicer od dneva, ko PID-a ne bo več upravljala, ko bo ta postal holding.

S tretjim dopolnilom Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 26/99, 1. člen) je zakonodajalec datum izteka moratorija na preoblikovanje PID-ov v holdinge prestavil za eno leto, in sicer s 13. marca leta 1999 na 13. marec leta 2000. Toda še pred tem datumom je bil v mesecu juliju 1999 sprejet Zakon o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 26/99, 33. člen), ki je ponovno omogočil preoblikovanje PID-ov v redne delniške družbe, saj se ti lahko združijo in se v delu netržnih naložb preoblikujejo v redne delniške družbe. Načeloma je to dobra rešitev, saj se bo verjetno edino tako lahko v prihodnje vzpostavil proces aktivnega obvladovanja podjetij, katerih delnice ne kotirajo na trgu vrednostnih papirjev. Za novo nastale delniške družbe ne veljajo več stroge omejitve glede naložb in njihove razpršenosti ter omejitve glede razpršenosti lastništva, ki sicer veljajo za investicijske sklade po 24. in 58. členu ZISDU.

Tako je zopet v ospredju vprašanje varnosti malih delničarjev. Ker redna delniška družba ni več pod nadzorom Agencije za trg vrednostnih papirjev, zanjo ne veljajo določila ZISDU (Uradni list RS, št. 6/94). Omejitve glede najvišje dovoljene upravljalke provizije ni več. Delničarji lahko vplivajo na upravo delniške družbe samo preko na skupščini izvoljenih članov nadzornega sveta. V primeru razpršenih malih delničarjev pa je takšen nadzor močno omejen (Hočevar, 1998, str.3).

Možen motiv upravljalca za preoblikovanje PID-a v redno delniško družbo je razlika med neto vrednostjo aktive in tržno ceno delnice. V pooblaščenici investicijski družbi DZU po zakonu ne smejo pridobiti večjega deleža. Kot "insiderji" pa bolje poznajo kakovost svoje

aktive kot slabo obveščeni delničarji in ta diskont je velik magnet za DZU. Preoblikovanje v holdinge pomeni za njih zaščito pridobljenih pravic. Približno tretjina delničarjev je povezanih z družbami za upravljanje. Koncentracija je nastala mimo ZISDU in v nasprotju z logiko zakona o prevzemih. Prav bi bilo, da bi pred preoblikovanjem v holding večinski lastniki objavili javno ponudbo za prevzem investicijske družbe. S tem bi se lahko drugi delničarji odločili, ali je pričakovani višji donos zaradi večjega tveganja zadosten motiv, da ne izstopijo. Tako bi se omogočil izstop tistim, ki ne zaupajo novim holdingom. Druga možnost pa bi bila, da bi malim delničarjem, če bi ti imeli v lasti manj kot 50 % delnic, ponudili prednostne delnice s kumulativno dividendno, vezano na donose za netvegane naložbe. Pri upravljanju so ob koncentraciji že tako izločeni; lahko le izstopijo in izgubijo. S prednostno delnico bi imeli vsaj to prednost, da ob stečaju ali likvidaciji dobijo prednostno poplačilo. Holding je lahko tudi komanditna delniška družba. Torej bi lahko bili mali delničarji komanditorji. Vse te rešitve so za prizadete boljše od zdajšnjih pri preoblikovanju (Karner, 2001, str. 6).

2.1.4 Prenehanje z likvidacijo

Pooblaščenice investicijske družbe lahko prenehajo tudi z likvidacijo. Likvidacija PID-ov se je kot možnost pojavila v povezavi z nepravilnostmi, ugotovljenimi pri družbi za upravljanje Divida. Zaradi večje čiste vrednosti sredstev od tržne cene delnic naj bi bila likvidacija v interesu delničarjev. Kot eno izmed možnosti je prenehanje PID-ov z likvidacijo predlagal tudi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU, 1999, 143.člen) v primeru, da se pravočasno ne preoblikuje.

Takšno preoblikovanje oziroma prenehanje PID-ov gotovo ni najbolj primerno in bi moralo biti dopustno samo v posebnih primerih. Zaradi likvidacije bi bili upravljalci prisiljeni v relativno kratkem obdobju prodati tudi netržne naložbe. To bi lahko storili samo po zelo nizkih cenah. Delničarji PID-ov bi tako lahko za svoje delnice dobili celo manj, kot če bi jih prodali po tržni ceni, preden bi bil sprožen postopek za likvidacijo. Zapletenost preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb ne sme postati razlog za dopolnitev likvidacij PID-ov, ki verjetno ne bi bile v interesu delničarjev in bi lahko povzročile celo zaton celotne "industrije investicijskih skladov" (Zajec, 2000, str. 85).

2.2 DEJANSKI POTEK PREOBLIKOVANJA PIDOV

2.2.1 Preoblikovanje pred uveljavitvijo moratorija

V letih 1996 in 1997 so se preoblikovali prvi pooblaščenice investicijski skladi v finančne holdinge oziroma delniške družbe oranizirane v skladu z Zakonom o gospodarskih družbah.

Tako je bilo prav preoblikovanje v holdinge ena od prvih preoblikovanj PID-ov. Razloga, da se to preoblikovanje ni zgodilo v večjem obsegu, sta dva (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 274):

- Na dražbah Sklada za razvoj (kasneje SRD) so lahko s certifikati sodelovali le pooblašteni investicijski skladi; v finančni holding se je torej lahko preoblikoval le sklad, ki v aktivih ni več imel certifikatov.
- V začetku leta 1998 so z Zakonom o spremembah in dopolnitvah Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-B) začasno zamrznili možnost preoblikovanja v holdinge. Staremu 143. členu so dodali nov 143.a člen z zelo restriktivnimi določili (glej točko 2.1.3). To je bila edina možnost, da se je preprečilo hitro preoblikovanje v holdinge, posebej še, ker je preoblikovanje spremljalo tudi kupovanje delnic s strani uprav družb za upravljanje izven organiziranega trga.

DZU so kot pooblaščenke svojih delničarjev dejansko glasovale za to, da se del premoženja, ki je bil sicer v upravljanju družbe, za upravljanje prenese izven tega sistema, kar posledično pomeni zmanjšanje provizije družbi za upravljanje. Navedeno postane razumljivo, če vemo (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 274):

- da so v prvi fazi posamezne družbe razmišljale, da bodo s finančnim holdingom, v katerega se je preoblikoval pooblašteni investicijski sklad, sklenile pogodbo o poslovanju, kar bi omogočilo nadaljnje financiranje družbe za upravljanje in to brez omejitev glede višine provizije; navedeno je bilo kasneje opredeljeno kot nedovoljeno, saj naj bi se DZU ukvarjala izključno z upravljanjem skladov,
- da so se preoblikovali praviloma skladi manjših družb za upravljanje, kjer dolgoročni interes njihovih lastnikov ni upravljanje skladov, temveč aktivno upravljanje delniških družb v lasti skladov, kar pa je bilo v okviru obstoječe zakonodaje možno le v primeru, če so se ti organizirali kot delniške družbe v skladu z Zakonom o gospodarskih družbah,
- da se je v skladih, ki so se preoblikovali v delniške družbe, vršila hitra koncentracija lastništva v rokah posameznih pravnih in fizičnih oseb,
- da so se s tako odločitvijo upravljalci izognili neposrednemu nadzoru regulatorja in s tem nevarnostim sankcij (npr. odvzem licence) v primeru, da njihovo ravnanje ne bi bilo v skladu s filozofijo regulatorja,
- da se je preoblikovanje v redne delniške družbe vršilo ob nizkih cenah delnic PID-ov, in vemo, da se z delnicami PID-ov še ni trgovalo na organiziranem trgu in da so s podatki o delničarjih razpolagali le upravljalci PID-ov, hkrati pa so imeli slednji edini prave podatke o vrednosti naložb PID-ov, kar je omogočilo upravam pooblaščenih investicijskih družb priti po izredno nizki ceni do delnic in deležev zanimivih podjetij.

Tabela 2: Prvih 5 preoblikovanih PID-ov

DZU	PID	Način preoblikovanja	Novo ime
Divida	Dadas 1	v celoti holding	Octans
Capinvest	Capinvest 1	v celoti holding	Capita
Divida	Kompas sklad 3	v celoti holding	Megafin
Aktiva	Aktiva Avant 3	v celoti holding	Avant holding
Probanka	Zlati medaljon	v celoti holding	Zlati medaljon

Vir: Toplak, 2002, str. 7.

PID Capinvest 1 se je preoblikoval v redno delniško družbo v mesecu juliju 1997. Sprva se je imenovala Capinvest, nato pa so jo v septembru istega leta preimenovali v Capito. Septembra 1997 so bile delnice novo nastale delniške družbe tudi uvrščene na Ljubljansko borzo. Cena delnice se je sprva oblikovala v razponu med 350 in 400 SIT, danes pa se giblje okrog 700 SIT. V letu 2001 je Capita prvič ustvarila dobiček in sicer v višini 1,2 milijonov tolarjev, medtem ko so imeli v letu poprej za dobrih 113 milijonov izgube. Ob upravljanju lastniških deležev so lastniki Capite trenutno najbolj osredotočeni na gradnjo stanovanj v Ljubljani.

Tudi PID Zlati medaljon se je preoblikoval v redno delniško družbo v letu 1997. Takoj po preoblikovanju so odprodali slabe naložbe, pridobljene za certifikate na dražbah Sklada za razvoj Republike Slovenije. V mesecu oktobru 1999 se je z delnicami Medaljona pričelo trgovati na Ljubljanski borzi, pri ceni okrog 800 SIT. Konec leta 2000 se je cena že gibala okrog 1400 SIT (nekaj na račun njegovega deleža v Simobilu, za katerega se je takrat zanimal avstrijski Mobilcom, nekaj pa na račun vrednosti premoženja v upravljanju ter zmožnosti povečati to premoženje), danes pa se giblje okrog 1700 tolarjev. Med tržnimi papirji je imel Medaljon februarja 2002 največ premoženja - blizu 10 odstotkov - naloženega v PID-u Triglav Steber 1, z okoli 6 odstotki premoženja pa sledijo naložbe v Mercator, PID Zlata moneta 1 in PID Maksima 1. Največja delničarja Medaljona po podatkih za november 2002 sta bila Probanka DZU s skoraj 25 odstotki in PID Atena z 18 odstotki.

PID Kompas sklad 3 se je preoblikoval v redno delniško družbo v letu 1997 in se nato v decembru leta 1998 po združitvi s PID-om Kompas sklad nepremične preimenoval v delniško družbo Megafin. Po preoblikovanju so lahko pričeli z nakupovanjem delnic drugih PID-ov, kar jim prej kot PID-u po ZISDU (Uradni list RS, št. 6/94) ni bilo dovoljeno. V letu 1999 so delnice PID-ov med naložbami Megafina predstavljale kar tretjino naložb, preostalo pa so delnice z borzne kotacije A in nepremičnine (Grgič, 1999, str. 6). Megafin je več kot polovični lastnik v holdingu KS1 – Naložbe ter PID-u Capinvest 2. V svojem premoženju ima tudi Kompas Sklad 2, v katerem je 40-odstotni lastnik, PID Niko, v katerem je 36-odstotni lastnik, holding KS4 naložbe in PID KS4 sklad, v obeh je 25-odstotni lastnik, ter Niko PID 2, v katerem ima 16-odstotni delež v lastništvu (Štajner, 2002, str. 17). Megafina ni na organiziranem trgu, pa tudi njegove delniške knjige ne vodi KDD (v KDD naj bi svoje delnice vpisale vse družbe, ki so pripravile javno prodajo svojih delnic).

PID Aktiva Avant 3 se je preoblikoval v Avant holding, ki je po preoblikovanju med naložbami obdržal večino naložb v delnicah in deležih podjetij od prej, dodatno pa so med naložbe kasneje uvrstili tudi delnice PID-ov. Z delnicami Avant holdinga so na prostem trgu začeli trgovati aprila 2000 pri tečaju okrog 400 tolarjev za delnico. Konec leta 2001 je bil holding prevzet od Aktive Group.

V redno delniško družbo se je preoblikoval tudi PID Dadas 1, katerega upravljanje je prevzela oktobra leta 1996 družba za upravljanje Divida od Proficie Dadasa. Preoblikoval se je v Octans, Ekonomsko svetovanje, d. d. Pod dejavnost firme je bilo zapisano raziskovanje trga in javnega mnenja, podjetniško in poslovno svetovanje, razen arbitraž in posredovanja pri pogajanjih med menedžerji in delavci, ter ekonomsko propagiranje. Kaj se dogaja s premoženjem te družbe, ni znano.

2.2.2 "Delno" preoblikovanje PID-ov

2.2.2.1 Pripojitve PID-ov v okviru ene same družbe za upravljanje

Za to vrsto statusnih sprememb so se družbe za upravljanje odločile zaradi tega, ker je racionalnost upravljanja ene same pooblaščenice investicijske družbe v okviru ene družbe za upravljanje večja, kot če družba za upravljanje upravlja več pooblaščenih investicijskih družb. Takšno obnašanje je utemeljeno s sledečim (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 258):

- Družba za upravljanje ima pri odločitvah za nakup posameznih vrednostnih papirjev (ki jih ponudi Slovenska razvojna družba) za certifikate v določenem trenutku na razpolago točno določeno vrsto vrednostnih papirjev. Kupuje tiste, za katere misli, da so najkvalitetnejši, vendar pa obstaja razlika v kvaliteti tudi med izbranimi. Kako naj družba odloča o tem, kateri pooblaščenici investicijski sklad naj kupuje določen (kvalitetnejši) vrednostni papir? Tej odločitvi so se družbe praviloma poskušale izogniti tako, da so vse vrednostne papirje kupovale za vse sklade, za katerih upravljanje so bile pooblaščenice, navedeno pa je vodilo v enako strukturo naložb skladov.
- Kljub temu, da je posamezna družba za upravljanje za vse svoje sklade kupovala vse vrednostne papirje, je prihajalo do razlik v uspešnosti. To se je dogajalo zaradi neenakomernosti polnjenja PID-ov (manjša polnost je vsaj v prvem obdobju, ko se je obračunavala provizija tudi na certifikate, pomenila nižjo uspešnost sklada, v katerem je bil delež izkoriščenih certifikatov nižji) ter kasnejše ustanovitve posamezne pooblaščenice investicijske družbe, ki je pomenila nezmožnost sodelovanja na posamezni dražbi.
- Nezmožnost razporediti popolnoma vse naložbe v okviru iste družbe za upravljanje med vse pooblaščenice investicijske družbe, saj posameznih naložb ni racionalno deliti (skladi so kupovali tudi deleže v družbah z omejeno odgovornostjo, vrednih le nekaj sto tisoč tolarjev), nekaterih pa niti ni bilo mogoče deliti, ker so bile nekatere pooblaščenice investicijske družbe ustanovljene prej.

- Družbe za upravljanje so vodile enako investicijsko politiko v vseh pooblaščenih investicijskih družbah, ki so jih imele pod svojim okriljem.

Ob tem se nam postavlja vprašanje zakaj so se družbe za upravljanje sploh odločile ustanoviti več pooblaščenih investicijskih skladov, če vemo, da niso oblikovale posebne investicijske politike za posamezne investicijske sklade in če so jih nato združile. Odgovor najdemo v ZISDU (Uradni list RS, št. 6/94), ki je v drugem odstavku 134. člena določil, da znesek osnovnega kapitala pooblaščenih investicijskih družbe ne sme presegati 10 milijard tolarjev. V razlagi zakona so pravni strokovnjaki ugotovili, da ta omejitev velja le ob ustanovitvi investicijskih skladov, tako da so ob združevanju lahko nastajali izredno veliki investicijski skladi, s kapitalom preko 30 milijard tolarjev.

Tabela 3: Pripojitve oziroma združitve PID-ov po posameznih DZU

Leto pripojitve oz. združitve	DZU	PID
1996	Probanka	Pripojitev PID Zlati dukat k PID Zlata moneta
	Certius	Pripojitev Certius PID 2 k Certisu PID 1
1997	KBM Infond	Pripojitev PID Infond Stolp, PID Infond Center, PID Infond Areh k PID Infond Zlat
	Vizija	Pripojitev DPB Vizije 1 PID k DPB Viziji PID
	Aktiva	Pripojitev PID Aktiva Avant II k PID Aktiva Avant I
1998	Kmečka	Združitev PID Kmečki Sklad 1, PID Kmečki Sklad 2, PID Kmečki Sklad 3 in PID Kmečki Sklad 4 v PID Kmečka družba
2000	Atena	Pripojitev PID Atena 2 in PID Atena 3 k PID Atena 1, hkrati pa se preimenuje v PID ATENA 1. SKLAD
2001	Avip	Pripojitev PID Vipa Invest Soča in PID Vipa Invest Nanos k PID Vipa Invest
	Primorski skladi	Pripojitev Modra linija PID 2 in Modra linija PID 3 k Modri liniji PID
	LB Maksima	Pripojitev Maksima 2 PID in Maksima 3 PID k Maksima 1 PID
2002	Arkada	Pripojitev PID Arkada 2 in PID Arkada 3 k PID Arkada 1

Vir: Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 261, 262, Interni podatki Agencije za trg vrednostnih papirjev in Smrekar, 2002, str. 4.

2.2.2.2 Pripojitve in sočasne razdružitve v okviru ene družbe za upravljanje

Družbe za upravljanje so pooblašcene investicijske družbe preoblikovale tako, da so najprej vse sklade v okviru iste družbe za upravljanje pripojile enemu skladu, nato pa takšne združene investicijske sklade razdelile na dva sklada, in sicer na "polnega" in "praznega". Prvi predstavlja sklad, katerega lastniški certifikati so bili že zamenjani za lastniške deleže v podjetjih in po razdružitvi v svoji aktivni ni imel nobenega certifikata več, temveč le delnice in deleže podjetij. Drugi pa predstavlja sklad, ki je ob razdružitvi zadržal vse neizkoriščene certifikate. Delničarji združenega sklada so dobili sorazmerni del delnic obeh pooblaščenih investicijskih družb in so tako postali lastniki polnega in praznega PID-a, kar pa je glede izkoriščenosti certifikatov v pooblaščenih investicijskih družbah v takratnem obdobju pomenilo približno polovico delnic vsake družbe.

Takšno početje je jeseni leta 1997 priporočila sama Agencija za trg vrednostnih papirjev, to pa zato, da bi pospešila prihod delnic vsaj nekaterih PID-ov na organiziran trg, postavila delničarje vseh pooblaščenih investicijskih družb v enakopraven položaj in nasploh zagotovila večji pregled nad njihovo organiziranostjo, latništvom prek delniških knjig pri Klirinško-depotni družbi (ažurnost delniških knjig pri družbah za upravljanje je vprašljiva, predvsem zaradi sivega trga). Vse družbe za upravljanje se niso strinjale z Agencijo za trg vrednostnih papirjev. Morda najbolj samosvoj pogled so na priporočilo agencije imeli v Primorskih skladih. V enem izmed intervjujev je tedanji direktor Igor Kragelj povedal: (Bogataj, 1999, str. 2): "O združevanju svojih treh PID-ov sploh ne razmišljamo, ker svojih delničarjev ne moremo kar tako izenačiti. Kot območni sklad pri zbiranju certifikatov pravzaprav nismo imeli konkurence drugih skladov, smo jo pa imeli pri javnih prodajah podjetij Luka Koper, Istrabenz in Emona Obala. Ljudje, ki so svoj certifikat vložili pri nas pred temi javnimi prodajami, so nam izkazali veliko zaupanje. Državljan, ki pa so pri nas vložili certifikat kasneje, si ne zaslužijo enakih pogojev kot tisti, ki so pohiteli s svojim zaupanjem. Primorski skladi tako nameravamo poskrbeti najprej za svoj prvi sklad Modra linija, kjer smo doslej za delnice zamenjali dve tretjini certifikatov." O smotrnosti takšnega preoblikovanja so dvomili tudi pri Intari. Po njihovem mnenju je bilo združevanje in razdruževanje PID-ov med drugim sporno tako zaradi nedorečenosti kaj narediti z delničarji, ki bi imeli neparno število delnic, kot vprašljivosti vrednosti skladov in menjalnega oziroma združevalnega razmerja.

Kljub tem pomislekom je prišlo do združevanj in razdruževanj. Družbe so take postopke pojasnevale z naslednjim:

- Ločitev investiranega od certifikatnega dela pomeni zavarovanje uspešnosti sklada pred vplivom zapolnitve ali nezapolnitve privatizacijske luknje;
- Sklad brez neporabljenih certifikatov v portfelju je primeren za vključitev v borzno kotacijo.

Tabela 4: Pripojitve in razdružitve PID-ov v letih 1997 in 1998

Leto pripojitve in razdružitve	DZU	PID
1997	Avip	Združitev PID Vipa Invest, PID Vipa Invest 2 in PID Vipa Invest 3 ter nato razdružitev v Vipa invest Nanos ter Vipa invest Soča
	Pomurska	Pripojitev Pomurska PID 2 in Pomurska PID 3 k Pomurska PID in razdružitev Pomurska PID v Pomursko investicijsko družbo 1 in Pomursko investicijsko družbo 2
1998	Triglav	Pripojitev 6 PID-ov k Triglavu PID za Ljubljano in Zasavje ter razdružitev na Triglav Steber I in Triglav Steber II
	Probanka	Pripojitev Zlate Monete in Zlate Monete II ter razdružitev v Zlato Moneto I in Zlato Moneto II
	NFD	Združitev vseh PID, razdružitev na NFD 1 investicijski sklad in NFD 2 investicijski sklad
	Krekova	Združitev PID Zvon in PID Klas v PID Skala ter razdružitev PID Skala v PID Zvon 1 in PID Zvon 2

Vir: Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 262.

2.2.3 Preoblikovanje dela PID-ov v prvi pokojninski sklad

Prvi pokojninski sklad Republike Slovenije je ločeno premoženje nastalo z zamenjavo lastniških certifikatov pooblaščenih investicijskih družb. Zakon o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPSPID) (Uradni list RS, št. 50/99), ki je bil sprejet julija 1999, je namreč omogočil zamenjavo delnic PID-ov, ki še niso imele kritja v realnem premoženju, za pokojninske bone novoustanovljenega Prvega pokojninskega sklada. S povezavo pokojninske reforme in preoblikovanjem pooblaščenih investicijskih družb se je reševal tako problem privatizacijske vrzeli (glej točko 1.3), kot so se tudi drugi makro in mikroekonomski problemi: hitro oblikovanje drugega pokojninskega stebra, prodaja podarjenih certifikatov se je usmerila k dodatnemu varčevanju za pokojnine, na novo oblikovan pokojninski sklad bi postal pomemben institucionalni investitor...

Sprva so celo načrtovali, da bi vse delnice PID-ov, ki še nimajo pokritja v realnem premoženju, z enim zamahom prenesli na Prvi pokojninski sklad pri Kapitalskem skladu (kasneje Kapitalski družbi), tako da se PID-om zmanjša kapital, prenesejo pa se sredstva – neizkoriščeni certifikati. Med delničarji pooblaščenih investicijskih družb bi ostali le tisti, ki bi se neposredno izrekli. Zaradi resne možnosti ustavne spornosti določbe pa je država spremenila dikcijo tako, da je bilo uzakonjeno ravno narobe: prenos na Prvi pokojninski sklad

je bil opravljen, če je posamezni delničar PID-a dal izrecno izjavo. V skladu z ZPSPID so se delnice pooblaščenih investicijskih družb z nominalno vrednostjo 1000 tolarjev lahko zamenjale za nove delnice, ki so se glasile na nominalni znesek 100 tolarjev po menjalnem razmerju 10 novih delnic za eno delnico PID-a. Do 13. novembra 1999, to je do dne, ko je pravica do izbire ugasnila, se je za pokojninske bone odločilo le okrog 5 odstotkov imetnikov delnic PID-ov s pravico do izbire.

Tabela 5: Delež prenešenih delnic s pravico izbire po posameznih PID-ih

PID	% prenešenih delnic iz PID v PPS (na dan 18.11. 1999)	PID	% prenešenih delnic iz PID v PPS (na dan 18.11. 1999)
Aktiva avant 1	3,99	Krona senior	6,29
Arkada 1	3,13	Krona krona	2,62
Arkada 2	3,88	Maksima 1	2,72
Arkada 3	8,88	Maksima 2	3,98
Atena 1	2,03	Maksima 3	3,3
Atena 2	2,01	Nfd 1	polni PID
Atena 3	2,93	Nfd 2	5,21
Vipa invest Nanos	polni PID	Pomurska inv. d. 1	polni PID
Vipa invest Soča	2,62	Pomurska inv. d. 2	8,11
Capinvest 2	3,66	Modra linija	1,38
Kompas sklad 1	5,87	Modra linija 2	2,67
Kompas sklad 2	5,8	Modra linija 3	2,36
Kompas sklad 4	6,31	Zlata moneta i	polni PID
Kertius i.	1,37	Zlata moneta ii	18,04
Nika PID	21,21	Pulsar	18,59
Nika PID 1	18,86	Trdnjava	3,75
Nika PID 2	18,01	Trdnjava 1	5,27
Mercata	3,18	Setev	4,79
Mercata 1	3,06	Trgatev	3,82
Infond-zlat	1,73	Plod	2,09
Kmečka družba	2,75	Triglav Steber I	polni PID
Zvon 1	polni PID	Triglav Steber II	4,38
Zvon 2	4,86	DPB Vizija	1,22

Vir: KDD – Centralna klirinška depotna družba.

Do konca roka za pravico do izbire se je v bone po podatkih KDD prelilo 71.558.167 delnic PID-ov. Če k temu prištejemo še "uslužbenske" bone (to so posebni certifikati, ki so jih državni uslužbenci dobili v zamenjavo za premalo izplačane plače), je končno število vseh bonov 143.446.486. Največji odstotek v bone prelitih delnic so dosegli v skladih Nike. V pokojninske bone se je namreč iz sklada Nika prelilo 21,2 odstotkov delnic s pravico do izbire, iz Nike 1 18,9 odstotkov in iz Nike 2 18 odstotkov delnic. Na drugem mestu je Pulsar,

v bone se je spremenilo 18,6 odstotkov delnic, na tretjem pa Zlata moneta 2 – tudi tu je delež za bone zamenjanih delnic 18 odstotkov. Med velikimi PID-i se je največ delnic v bone spremenilo pri NFD 2 in sicer 5 odstotkov opravljenih pa je bilo tudi daleč največ transakcij (prek 8.000). Pri Triglavu stebru II pa se je v bone prelilo 4,4 odstotkov delnic, transakcij pa je bilo 3.300.

Ti boni so bili prosto prenosljivi vrednostni papirji, s katerimi je bilo sprva predvideno trgovanje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev le do 13. julija 2002, po tem datumu pa bi morali imetniki bonov (lahko že njihovi izhodiščni lastniki ali pa so jih kupili na sekundarnem trgu po tržni ceni) izkoristiti pravico do zamenjave za polico dodatnega pokojninskega zavarovanja. V primeru, da pravna oseba ni izkoristila te možnosti, so pokojninski boni zapadli, v primeru fizične osebe pa se je zamenjava bonov za polico dodatnega pokojninskega zavarovanja izvršila avtomatsko. Posamezna fizična oseba je lahko zamenjala skupno največ 10.000 pokojninskih bonov. Polica dodatnega pokojninskega zavarovanja bo imetniku prinašala minimalni enoodstotni donos, mesečno pokojninsko rento pa bo začel prejemati po dopolnjenem 60. letu starosti oziroma 13. julija 2004 - če je bil 13. julija 1999 (ob uveljavitvi zakona) starejši od 55 let.

Kot sem omenil prej, je bilo sprva predvideno trgovanje s pokojninskimi boni do 13. julija 2002. Promet s pokojninskimi boni se je v začetku leta 2002 močno povečal, saj je šlo za prodaje s strani imetnikov, ki so imeli v lasti majhno število pokojninskih bonov in jim to število ne bi zagotavljalo pomembnega dodatnega pokojninskega zavarovanja ter nakupe in večanje koncentracije pri posameznih imetnikih, ki so že bili imetniki večjega števila pokojninskih bonov in ki so si želeli zmanjšanje pokojnin iz naslova obveznega pokojninskega zavarovanja nadomestiti z dodatnim pokojninskim zavarovanjem, kar je bil tudi namen ZPSPID. Ker je bilo na Centralni Klirinški depotni družbi na dan 8. marca 2002 še za okrog 79 odstotkov vseh izdanih pokojninskih bonov, je bilo ocenjeno, da v tako kratkem času, t.j. do 13. julija 2002, imetniki le-teh ne bodo mogli uresničiti pravice do zamenjave preostalih pokojninskih bonov, ki jih še imajo na svojih računih, za police prostovoljnega pokojninskega zavarovanja. To je razlog, da so z zakonom ZPSPID-A (Uradni list RS, št. 58/02) spremenili datum iz 28. člena starega zakona (Uradni list RS, št. 50/99), ki je predvideval zamenjavo do 13. julija 2002, na 31.12.2002.

Glede na to, da se je preneslo le okrog 5 odstotkov delnic pooblaščenih investicijskih družb v Prvi pokojninski sklad, potemtakem ta nima kakšne večje vloge pri preoblikovanju. PID-i so po mnenju mnogih poznavalcev trga ravno v primeru sprejemanja zakona o PPS in preoblikovanju PID-ov prvič pokazali svojo moč. Omejitev največjega števila pokojninskih bonov, ki jih je bilo mogoče zamenjati za polico dodatnega pokojninskega zavarovanja, so namreč po zatrjevanju med drugim tudi vladnih predstavnikov v parlamentu zlobirali ravno upravljavci PID-ov, ki so se zaradi predvidene možnosti neomejenega trgovanja s pokojninskimi boni zbaliz izgube znatnega dela svojega upravljalskega premoženja. Možnost zamenjave zgolj 10.000 bonov za polico pokojninskega zavarovanja je bila namreč poglavitna

razlog za porazen rezultat projekta PPS. Ob spreminjanju Zakona o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb junija 2002 je sicer vlada tako odpravi kot tudi vsakršnemu povečanju postavljene omejitve odločno nasprotovala, vendar pa je ob očitkih nekaterih poslancev in borznoposredniških hiš večkrat opozorila, da ni bila ona tista, ki je omejitev vnesla v predlog prvotnega zakona, temveč poslanci v državnem zboru, ki so pri tem popustili močnemu lobiju upravljalcev PID-ov. Naknadno spreminjanje pogojev za zamenjavo bonov v police pokojninskega zavarovanja pa naj bi bilo nesprejemljivo, saj naj bi državi v takšnem primeru grozil plaz odškodninskih tožb tistih imetnikov delnic PID-ov, ki teh niso zamenjali za pokojninske bone ravno zaradi predpisane omejitve.

Razlogi za tako nizek odstotek zamenjave so torej (Zajec, 2000, str. 24):

- Za delničarje, ki niso uresničili pravice do izbire, se je štelo, da so izjavili voljo, da obdržijo delnice PID-ov. Delničarji, ki so želeli pokojninske bone, so morali odigrati aktivno vlogo, večina pasivnih delničarjev pa je avtomatično obdržala delnice PID-ov. Delničarji teh (in nasploh slovensko prebivalstvo) so zelo konzervativni pri spreminjanju svojih naložb in pri drugih finančnih odločitvah, sprejeti zakon tako ni bil naravnani na ta ustaljeni vzorec obnašanja delničarjev (Šubic, 1999, str. 13).
- Slovensko prebivalstvo je usmerjeno bolj kratkoročno, ne varčuje, ampak večino prihodkov porabi za tekočo potrošnjo. Prebivalstvo se še ne zaveda kritičnega stanja na pokojninskem področju (Mramor, 1999, str. 8).
- Zakon je bil naravnani pretežno na starejšo populacijo, saj je tveganje za mlajše delničarje, ki bi do prve rente čakali do svojega 60. leta, ob samo 1-odstotnem zjamčenem nominalnem donosu zavarovalne police, veliko večje kot za starejše delničarje.
- Država vse do izteka roka za zamenjavo 13.11.1999 ni sporočila, kakšno premoženje bo namenila Prvemu pokojninskemu skladu. Kakovost tega premoženja pa je ključna za kasnejšo donosnost zavarovalnih polic Prvega pokojninskega sklada.
- Do konca meseca septembra leta 1999 ni bilo znano obdavčenje pri zamenjavi. Prvotna tolmačenja so bila, da so pokojninski boni vrednostni papirji in so kot taki pri zamenjavi obdavčeni, saj se tudi zamenjava kapitala šteje za prodajo kapitala (Hočevnar, 1999, str. 16). Šele 21.9.1999 je Davčna uprava objavila pojasnilo, da bo obdavčena samo prodaja pokojninskih bonov, če so bili slednji kupljeni na trgu ali če so bile na trgu (in ne s certifikatom) pridobljene delnice "praznih" oziroma "polpraznih" PID-ov, ki so se kasneje zamenjale za pokojninske bone (Stališče glede obdavčitve dobička iz kapitala, 1999).
- Prepoved oglaševanja na podlagi ZPSPID (Uradni list RS, št. 50/99) je onemogočila, da bi si delničarji lahko odgovorili na bistveno vprašanje – ali in zakaj zamenjati delnice PID-ov za pokojninske bone. Obveščanje je bilo pomanjkljivo, predstavitev pa preveč zapletena (Bogataj, 1999, str. 18). Zakon, ki je napačno določil pristojnosti o informiranju javnosti, je povzročil spor med družbami za upravljanje in Kapitalskim skladom, kar je še povečalo nezaupanje delničarjev (Zajec, 1999, str. 16).

2.2.4 Preoblikovanja v letu 2000

Ob koncu leta 2000 se je začelo preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v skladu z določbami ZISDU in ZPSPID. Tako so dovoljenje za preoblikovanje od Agencije za trg vrednostnih papirjev dobili štiri PID-i, medtem ko je vloge zanj oddalo sedem PID-ov. Čeprav so takrat PID-i imeli na voljo še dve leti časa, so nekateri s preoblikovanjem pohiteli. Vzrokov je bilo več, med njimi tudi ta, da PID-i niso smeli vlagati v cenene delnice drugih PID-ov, holdingi pa lahko. Da se je pooblaščen investicijska družba lahko preoblikovala v redno delniško družbo, je morala izpolnjevati pogoje (glej točko 2.1.3), ki jih je določal 143.a člen Zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 10/98). Toda portfelji, predvsem večjih PID-ov, niso izpolnjevali pogoja, da je največ dva odstotka vseh naložb naložb v tržne vrednostne papirje in likvidna sredstva z rokom dospelosti do šestih mesecev. Zato so v takšnem primeru preoblikovali v holding samo del PID-a, drugi del pa je ostal investicijska družba; možnosti preoblikovanja v vzajemni sklad namreč zakon takrat še ni predvideval.

Tabela 6: Način preoblikovanja PID-ov v letu 2000

DZU	PID	Način preoblikovanja	Novo ime	Dovoljenje ATVP
INTARA	Mercata	50 % PID 50 % holding	Mercata PID Mercata holdnig	december 2000
	Mercata 1	50 % PID 50 % holding	Mercata 1 PID Mercata 1 holding	
CERTIUS	Certius 1	v celoti holding	Certius holdnig	december 2000
KMEČKA	Kmečka družba	1/3 PID 1/3 holding 1/3 investicijska družba	PID Kmečka družba Kmečka družba holding ID Kmečka družba	december 2000

Vir: Toplak, 2002, 8, str. 7

Tabela 7: Struktura naložb PID-ov preoblikovanih v letu 2000

DZU	INTARA			INTARA			CERTIUS			KMEČKA		
PID	MERCATA			MECRATA 1			CERTIUS 1			KMEČKA DRUŽBA		
Invest. politika	Pretežno aktivna			Pretežno aktivna			Aktivna			Kombinacija aktivne in pasivne		
	30.11. 2000		31.12. 1998	30.11. 2000		31.12. 1998	30.11. 2000		31.12. 1998	30.11. 2000		31.12. 1998
	v 1000 sit	v %	v %	v 1000 sit	v %	v %	v 1000 sit	v %	v %	v 1000 sit	v %	v %
Tržni VP	1.716.060	16,8	21,2	708.533	7,8	21,5	13.170	0,4	23,1	7.982.956	15,6	8,2
Netržni VP	4.403.334	43,2	23,1	5.351.435	59,1	21,1	2.605.819	84,2	39,3	25.368.990	49,7	35,5
Ostalo	422.765	4,2	4,5	57.290	0,6	1,4	474.587	15,4	6,3	269.998	0,6	0,6
Neizk. certifikati	3.652.546	35,8	51,2	2.944.733	32,5	56,0	0	0	31,3	17.424.500	34,1	55,7

Opombe:

- tržni vrednostni papirji so delnice na organiziranem trgu vrednostnih papirjev in obveznice
- netržni vrednostni papirji so delnice na neorganiziranem trgu vrednostnih papirjev in ostali vrednostni papirji (knjigovodska vrednost teh naložb je v premoženjski bilanci PID-ov v povprečju verjetno višja od njihove tržne vrednosti)
- ostalo so depoziti v banki in DFO, denarna sredstva, terjatve in nepremičnine

Vir: Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov [<http://www.giz-zdu.si>] in prospekti za uvrstitev delnic PID-ov na borzo v letih 1997, 1998.

Iz tabele 7 je razvidno, da pri obeh PID-ih DZU Intare niso izpolnjevali prej omenjenega pogoja, saj je imel PID Mercata 16,8 odstotkov, PID Mercata 1 pa 7,8 odstotkov tržnih vrednostnih papirjev. Se je pa delež takšnih naložb v celotni strukturi naložb v primerjavi s koncem leta 1998 zmanjšal, pri Mercati 1 kar za 13,7 odstotnih točk. Vzrok temu je bila zamenjava še neizkoriščenih certifikatov za netržno premoženje. Zato so se preoblikovanja pri Intari lotili tako, da so ustanovili nova PID-a, v katera so uvrstili zlasti tržne papirje in certifikate, druga dela starih PID-ov pa sta postala holdinga z naložbami v netržne papirje. Pri obeh Mercatah so premoženje razdelili natanko na polovico (osnovni kapital Mercate je znašal okoli 5,8 milijarde tolarjev, Mercate 1 pa 5,4 milijarde tolarjev). Po zapolnitvi certifikatske luknje pa naj bi se po besedah Sama Primožiča (Smrekar, 2000, str. 2) odločili za vnovično delitev PID-ov na vzajemna sklada in holdinga, ki se bosta morda pripojila starima holdingoma.

Pri DZU Certius so že z aktivno investicijsko politiko, zapisano v prospektu za javno ponudbo delnic, nakazali smer kasnejšega preoblikovanja. V zgornji tabeli lahko vidimo, da se je delež netržnih vrednostnih papirjev PID-a Certius 1 v slabih dveh letih povečal za več kot dvakrat, kar je posledica zamenjave certifikatov za netržno premoženje 28. februarja 2000 na javni dražbi Slovenske razvojne družbe in delno tudi odprodaje vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Do velike odprodaje tržnih vrednostnih papirjev je prišlo marca 2000, saj so še na dan 29. februarja 2000 izkazovali 408 milijonov tolarjev naložb v takšnih vrednostnih papirjih, kar je predstavljalo 10,8 odstotkov celotnih

sredstev, 31. marca istega leta pa so imeli le še za 43 milijonov tolarjev tržnih papirjev oziroma 1,5 odstotka sredstev. Ko je Agencija za trg vrednostnih papirjev izdala dovoljenje za preoblikovanje PID-a Certius 1, je le ta imel v naložbeni strukturi manj kot pol odstotka tržnih vrednostnih papirjev in skoraj 15 odstotkov denarnih sredstev v bankah in drugih denarnih organizacijah, a z rokom dospelosti daljšim od šestih mesecev. Tako se je lahko v celoti preoblikoval v holding, kar mu je bilo pisano na kožo zaradi večjih deležev v manjšem številu srednjih podjetij. Poleg tega so njegovi upravitelji hoteli izkoristiti večjo svobodo vlaganja kot pri PID-ih.

Tudi pri Kmečki družbi so relativno zgodaj izvedli preoblikovanje PID-a, predvsem zaradi nejasne državne usmeritve, kako in kdaj bo pokrita privatizacijska luknja. S preoblikovanjem svojega PID-a so kot prva med večjimi DZU po besedah Gantarja (Lacić, 2000, str. 1) nakazali, kako naj bi se v bodoče razvijala in delovala "pidovska industrija". Pri preoblikovanju so želeli PID Kmečka družba v čim večji meri preoblikovati v pravo investicijsko družbo. Ob tem pa so ocenili, da premoženje, ki ga bodo še dobili na račun zapolnjevanja certifikatske luknje, ne bo pomembno vplivalo na tržni del portfelja. Iz tabele 7 lahko razberemo, da je bilo konec novembra 2000 še 34 odstotkov neizkoriščenih certifikatov ter da se je v primerjavi z decembrom 1998 povečal tako delež tržnih kot tudi netržnih vrednostnih papirjev, kar se ujema z izbrano investicijsko politiko. Kmečka družba je tako kot prva DZU izvedla preoblikovanje svojega PID-a na tri dele (s približno enakim premoženjem) in, kar je pomembnejše, tudi v navadno investicijsko družbo. Tako so nastali ID (investicijska družba) Kmečka družba, Kmečka družba holding in PID Kmečka družba. V PID so prenesli vse premoženje v obliki neizkoriščenih certifikatov, v holding velik del netržnih vrednostnih papirjev, depozite v bankah in drugih DFO, v investicijsko družbo pa skoraj vse delnice iz organiziranega trga vrednostnih papirjev in dobro tretjino netržnih vrednostnih papirjev. Stanje, ki se je vzpostavilo neposredno po preoblikovanju v ID Kmečka družba, pa ni bilo dokončno, saj je bilo v njeni strukturi le okrog 43 odstotkov tržnih vrednostnih papirjev in okrog 57 odstotkov delnic, s katerimi se trguje na neorganiziranem trgu vrednostnih papirjev, kar pa ni bilo v skladu s predpisi, ki zahtevajo 60 odstotni delež vrednostnih papirjev, ki kotirajo na borzah (Uradni list RS, št. 6/94). Strukturo so uskladili v roku enega leta, julija 2002 pa so tudi od Agencije za trg vrednostnih papirjev dobili odločbo o uskladitvi z Zakonom o investicijskih družbah in družbah za upravljanje.

2.2.5 Preoblikovanja leta 2001

V letu 2001 se je nadaljeval postopek preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb, saj se je rok za preoblikovanje PID-ov (13. julij 2002) v holdinge in zaprte investicijske sklade (preoblikovanje v vzajemni sklad ni bilo predvideno) po takrat veljavni zakonodaji bližal. Agencija za trg vrednostnih papirjev je v tem letu prejela enajst zahtev v zvezi s preoblikovanjem PID-ov in skupno izdala štiri soglasja, tri zahteve pa je zavrnila, in sicer PID-om Arkada Ena, Krona Krona ter Modra linija. Pravila preoblikovanja v holding in

pravila razdružitve v PID ter ID v nobenem aktu niso natančno zapisana, tako da si je agencija na tem področju sama utirala pot, kako postopke pravilno izpeljati. Pri tem so PID-i očitali ATVP (Toplak, 2001, str. 4):

- Agencija za trg vrednostnih papirjev zavlačuje postopke preoblikovanja;
- Instrukcijski rok po Zakonu o trgu vrednostnih papirjev je dva meseca za izdajo dovoljenja za preoblikovanje; agencija si za vsako zahtevo za dopolnitev vloge vzame po dva meseca, kar od vloge do odločitve pomeni tudi več kot pol leta;
- Nadzornik zahteva vedno novo dokumentacijo, ki ne samo, da je za preoblikovanje neodločilna in nima z njim nobene zveze, temveč ta dokumentacija ni nikjer izrecno predpisana;
- Zahteve agencije po dokumentaciji se podvajajo; denimo zahteve pri pošiljanju statotov, pri obveščanju o sestavi naložb, ki so tako in tako zamrznjene, in tako dalje;
- Družba za upravljanje mora dokazovati, da nečesa ni storila, namesto da bi agencija najprej dokazala, da je prišlo do nepravilnosti;
- Kazen za preoblikovanje v holding ni samo zavlačevanje s postopkom, temveč se jih lahko kaznuje tudi z uvedbo nadzora, kar dodatno zavleče postopke;
- Eden od razlogov za zavlačevanje naj bi bil tudi ta, da je agencija preveč dobrosrčno izdala soglasja prvim štirim na novo preoblikovanim PID-om, sedaj ji je pa žal;
- Stroški AVTP se pri delitvi PID-a neupravičeno podvojijo;
- Odločb o preoblikovanju ni, ker se bodo zaradi nastanka holdingov močno zmanjšali prihodki ATVP.

Agencija za trg vrednostnih papirjev je vse te očitke zavračala in zagovarjala stališče, da je to zadnji mehanizem, ko je nadzor nad naložbami sploh še mogoč, ter da je s tem onemogočen prehod tistega premoženja v holdinge, ki tja ne spada.

Tabela 8: Način preoblikovanja PID-ov v letu 2001

DZU	PID	Način preoblikovanja	Novo ime	Dovoljenje ATVP
CAP- INVEST	Kompas sklad 1	v celoti holding	KS - sklad 1 naložbe	julij 2001
LB MAKSIMA	Pomurska 2	50 % PID 50 % holding	Poobl. pomurska inv. dru. Pom Invest	julij 2001
PULSAR	Pulsar	v celoti holding	Pulsar holding	julij 2001
AKTIVA	Aktiva Avant 1	38 % PID 62 % holding	PID Aktiva Avant 1 Aktiva Avant	julij 2001

Vir: Toplak, 2002, 8, str. 7.

Tabela 9: Struktura naložb PID-ov preoblikovanih v letu 2001

DZU	CAP-INVEST			LB MAKSIMA			PULSAR			AKTIVA DZU		
PID	KOMPAS SKLAD 1			POMURSKA 2			PULSAR			AKTIVA AVANT 1		
Invest. politika	Kombinacija aktivne in pasivne			Pretežno aktivna			Kombinacija aktivne in pasivna			Aktivna		
	30.06. 2001		31.12. 1998	30.06. 2001		31.12. 1998	30.06. 2001		31.12. 1998	30.06. 2001		31.12. 1998
	v 1000 sit	v %	v %	v 1000 sit	v %	v %	v 1000 sit	v %	v %	v 1000 sit	v %	v %
Tržni VP	770.447	10,0	4,7	38.165	0,5	0,5	20.042	1,4	23,9	1.044.896	7,9	11,5
Netržni VP	6.894.732	89,2	43,3	2.687.115	35,1	7,6	1.233.067	88,7	31,3	6.671.580	50,4	36,3
Ostalo	60.704	0,8	1,0	1.855	0,0	0,2	137.375	9,9	9,4	583.424	4,4	1,3
Neizk. certifikati	0	0	51,0	4.937.219	64,4	91,8	0	0	35,4	4.946.751	37,3	50,9

Opombe:

- tržni vrednostni papirji so delnice na organiziranem trgu vrednostnih papirjev in obveznice
- netržni vrednostni papirji so delnice na neorganiziranem trgu vrednostnih papirjev in ostali vrednostni papirji (knjigovodska vrednost teh naložb je v premoženjski bilanci PID-ov v povprečju verjetno višja od njihove tržne vrednosti)
- ostalo so depoziti v banki in DFO, denarna sredstva, terjatve in nepremičnine

Vir: Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov [<http://www.giz-zdu.si>] in prospekti za uvrstitev delnic PID-ov na borzo v letih 1997, 1998.

Agencija za trg vrednostnih papirjev je v letu 2001 dovolila dvema PID-oma, da sta se v celoti preoblikovala v redno delniško družbo, in sicer pooblaščenima investicijskima družbama Pulsar in Kompas sklad 1. Pri Pulsarju so konec februarja 2000 zamenjali do takrat še vse neizkoriščene certifikate (30 odstotkov vseh sredstev) za netržno premoženje, ki ga je ponujala Slovenska razvojna družba, skoraj istočasno pa so zamenjali tudi tržne vrednostne papirje (februarja 2000 so predstavljali 15 odstotkov strukture naložb PID-a) za netržne vrednostne papirje. Ker so od SRD dobili zgolj netržno premoženje, so se usmerili k aktivni politiki. Tik pred izdajo dovoljenja za preoblikovanje PID-a s strani ATVP so netržne naložbe (to so netržni vrednostni papirji in nepremičnine) predstavljale skoraj 89 odstotkov vseh naložb, tržne naložbe (to so tržni vrednostni papirji, depoziti v bankah in DFO, denarna sredstva in terjatve) pa dobrih 11 odstotkov. Pri tem je treba povedati, da so tržni vrednostni papirji predstavljali le dober odstotek, bančni depoziti pa 8 odstotkov tržnih naložb. Glede na to, da se je Pulsar lahko v celoti preoblikoval v holding, predvidevam, da so imeli ti depoziti rok dospelosti daljši od 6 mesecev. Tudi pri PID-u Kompas sklad 1 so na javni dražbi Slovenske razvojne družbe 28. februarja 2000 zamenjali še preostale neizkoriščene certifikate (50 odstotkov vseh sredstev) za ponujeno netržno premoženje. Konec junija 2001 so netržni vrednostni papirji predstavljali 89 odstotkov, tržni pa 10 odstotkov naložb PID-a. Ker je pri tržnih vrednostnih papirjih šlo za kvalificirane deleže (po 143.a členu ZISDU-B so ti večji od 25 odstotkov), je ATVP izdala dovoljenje za preoblikovanje celotnega PID-a Kompas sklad 1 v holding KS 1 naložbe.

Ostala dva PID-a, ki sta dobila soglasje Agencije za trg vrednostnih papirjev v letu 2001, pa sta se le delno preoblikovala v holding, saj sta oba PID-a imela v svoji strukturi še neizkoriščene certifikate, Aktiva Avant 1 37,3 odstotkov, Pomurska 2 pa 64 odstotkov. Pri prvem PID-u so se v glavnem orientirali na aktivno upravljanje, s čimer so tudi nakazali smer kasnejšega preoblikovanja. V holding Aktiva Avant finančna družba so prenesli vse netržne vrednostne papirje, ki so konec junija 2001 predstavljali 50 odstotkov sredstev, in ker je šlo zopet za kvalificirane deleže (Tehnounion), so lahko prenesli tudi vse delnice iz organiziranega trga VP, ki so predstavljale skoraj 8 odstotkov. V PID Aktiva Avant 1 pa so prenesli vse neizkoriščene certifikate in terjatve.

30. junija 2001 so v Pomurski investicijski družbi imeli 35 odstotkov netržnega premoženja, manj kot odstotek tržnih vrednostnih papirjev, ostali delež pa so predstavljali neizkoriščeni certifikati. Ker so za že zamenjane certifikate dobili zgolj netržno premoženje in nič boljše ni kazalo tudi za vnaprej, jim ni preostalo drugega, kot da so se usmerili v izrazito aktivno investicijsko politiko. V holding Pom Invest so tako prenesli vse tržne in netržne papirje, na Pooblaščno Pomursko investicijsko družbo pa še preostale certifikate.

2.2.6 Preoblikovanja v letu 2002

Pooblaščne investicijske družbe bi se morale po ZPSPID (Uradni list RS, št. 50/99, 33. člen) uskladiti z ZISDU o investicijskih družbah ali preoblikovati v redno delniško družbo najkasneje do 13.7.2002. Ta rok je bil določen na podlagi datuma, do katerega bi morala v skladu s 37. členom ZPSPID Slovenska razvojna družba na pooblaščne investicijske družbe prenesti dodatno premoženje v zameno za lastniške certifikate, pa tudi na podlagi zahtev po usklajenosti naložb pooblaščenih investicijskih družb ter na podlagi predvidene časovne dinamike uskladitve teh naložb, določenih v 143.a členu ZISDU (v primeru preoblikovanja v redno delniško družbo) oziroma v 5. poglavju ZISDU (v primeru preoblikovanja v investicijsko družbo). 143.a člen namreč določa, da mora biti sestava naložb PID-ov, ki se nameravajo preoblikovati v redne delniške družbe, usklajena najmanj šest mesecev pred zasedanjem skupščine, ki odloča o preoblikovanju. Podobno ZPSPID v prvem odstavku 33. člena določa, da se morajo PID-i uskladiti s 5. poglavjem ZISDU, ki investicijske družbe zavezuje, da imajo največ 40 odstotkov naložb v netržnih vrednostnih papirjih in jim prepoveduje naložbe v poslovne deleže pravnih oseb. Ker je Slovenska razvojna družba podpisala pogodbe o predaji premoženja z vsemi PID-i šele v začetku marca 2002 in jim torej ni ponudila dodatnega državnega premoženja najkasneje do 13.1.2000, kot je to določal 3. odstavek 37. člena ZPSPID, je postalo jasno, da bo potrebno podaljšati rok, do katerega se morajo pooblaščne investicijske družbe uskladiti z določbami ZISDU o preoblikovanju v redne delniške družbe oziroma z določbami o investicijskih družbah, sicer bi večina PID-ov končala z likvidacijo družbe, kar pa ni bil namen niti ZISDU niti ZPSPID. Junija 2002 je bil z ZPSPID-A (Zakon o spremembah in dopolnitvah ZPSPID, 2002, 4. člen) določen novi rok, in sicer 31.12.2003.

Kljub podaljšanju roka se je v letu 2002 preoblikovalo 7 PID-ov, vendar je treba povedati, da so vsi razen NFD ID 1 oddali vlogo na Agencijo za trg vrednostnih papirjev za pridobitev dovoljenja za preoblikovanje že v letu 2001. En PID se je lahko v celoti preoblikoval v holding, dva v investicijsko družbo, trije so se razdružili v holding in PID, eden pa v investicijsko družbo, holding in PID.

Tabela 10: Način preoblikovanja PID-ov v letu 2002

DZU	PID	Način preoblikovanja	Novo ime	Dovoljenja ATVP
KRONA	Krona Krona	v celoti holding	Krona holding	februar 2002
CAPINVEST	Kompas sklad 4	63 % PID 37 % holding	KS sklad 4 KS 4 naložbe	marec 2002
ATENA	Atena 1. sklad	46% PID 54 % holding	Atena PID Aktiva FIN	marec 2002
NFD	NFD ID 1	v celoti ID	NFD 1 ID	april 2002
TRIGLAV	Triglav Steber 1	v celoti ID	Triglav Steber 1 ID	junij 2002
KBM INFOND	Infond Zlat	26 % PID 24 % ID 50 holding	Infond PID Infond ID Infond holding	junij 2002
PRIMORSKI SKLADI	Modra linija	35 % PID 65 % holding	Modra linija Modra linija holding	julij 2002

Vir: Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov. [<http://www.giz-zdu.si>]

Tabela 11: Struktura naložb PID-ov, preoblikovanih samo v holding leta 2002

DZU	CAPINVEST			KRONA			ATENA			PRIMORSKI SKLADI		
PID	KOMPAS SKLAD 4			KRONA KRONA			ATENA 1. SKLAD			MODRA LINIJA		
Invest. politika	Kombinacija aktivne in pasivne			Aktivna			Aktivna			Kombinacija aktivne in pasivne		
	31.03. 2002		31.12. 1999	28.02. 2002		31.12. 1999	28.02. 2002		31.10. 2000	30.06. 2002		31.12. 1999*
	v 1000 sit	v %	v %	v 1000 sit	v %	v %	v 1000 sit	v %	v %	v 1000 sit	v %	v %
Tržni VP	14.560	0,2	0,0	22.853	1,4	25,4	8.608.601	19,0	18,8	6.892.312	53,0	24,8
Netržni VP	9.312.876	97,2	9,6	1.571.682	92,8	45,5	30.618.430	67,4	46,5	5.413.250	41,6	21,2
Ostalo	89.175	1,0	0,5	98.633	5,8	6,7	6.183.050	13,6	1,7	707.009	5,4	0,7
Neizk. certifikati	150.300	1,6	89,9	0	0	22,4	0	0	33,0	0	0	53,3

Opombe:

- tržni vrednostni papirji so delnice na organiziranem trgu vrednostnih papirjev in obveznice
- netržni vrednostni papirji so delnice na neorganiziranem trgu vrednostnih papirjev in ostali vrednostni papirji (knjigovodska vrednost teh naložb je v premoženjski bilanci PID-ov v povprečju verjetno višja od njihove tržne vrednosti)
- ostalo so depoziti v banki in DFO, denarna sredstva, terjatve in nepremičnine
- *pri Modri liniji sem zaradi boljše primerjave izračunal povprečje vseh treh Modrih linij na dan 31.12. 1999 po posameznih kategorijah, ker sta se Modra linija 2 in Modra linija 3 junija 2001 pripojili k Modri liniji

Vir: Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov [<http://www.giz-zdu.si>] in prospekti za uvrstitev delnic PID-ov na borzo v letih 1997, 1998.

Najprej pogledimo tiste PID-e, ki so se delno ali pa v celoti preoblikovali samo v holding. PID Kompas sklad 4 je tako kot vsi ostali PID-i za svoje še neizkoriščene certifikate na zadnji javni dražbi Slovenske razvojne družbe dobil zgolj netržno premoženje. V mesecu izdaje dovoljenja za preoblikovanje iz strani ATVP je imel PID v strukturi naložb kar 98 odstotkov netržnih vrednostnih papirjev. Kljub temu so samo 37 odstotkov sredstev prenesli v holding KS 4 naložbe, ostalo pa v PID KS sklad 4. PID Atena 1. sklad je imel konec februarja 2002 19 odstotkov tržnih in 67 odstotkov netržnih vrednostnih papirjev, ostalo pa so predstavljali skoraj v celoti depoziti v banki in drugih finančnih organizacijah. Pri preoblikovanju so v holding Aktiva FIN prenesli 54 odstotkov celotnih sredstev starega PID-a, od tega $\frac{3}{4}$ netržnih vrednostnih papirjev, največji delež depozitov in nekaj malega tržnih vrednostnih papirjev, v Atena PID pa 46 odstotkov sredstev starega PID-a. V strukturi novega PID-a so tržni vrednostni papirji predstavljali 41 odstotkov, netržni pa 44 odstotkov sredstev (Prikaz strukture naložb preoblikovanih družb ISM-1). Modra linija je prvič oddala vlogo za preoblikovanje že maja 2001, ko naj bi 40 odstotkov sredstev prenesla v investicijsko družbo, 33 odstotkov v holding, 27 odstotkov pa v pooblaščen investicijsko družbo, vendar je ATVP preoblikovanje zavrnila, ker je na skupščini o preoblikovanju glasovala tudi DZU, kar pa ni v skladu s predpisi. Ponovno so oddali vlogo novembra 2001, vendar tokrat za prenos dela svojega premoženja samo na eno novo družbo, Modra linija holding. V zgornji tabeli vidimo,

da je PID Modra linija konec junija 2002 v svoji strukturi imel 53 odstotkov tržnih in skoraj 42 odstotkov netržnih vrednostnih papirjev. V holding so prenesli okrog 35 odstotni delež celotnih sredstev, ki pa so ga skoraj v celoti predstavljali netržni vrednostni papirji. Po oddelitvi so v PID-u Modra linija tržni vrednostni papirji predstavljali več kot 60 odstotkov sredstev. Krona Krona je edini PID, ki se je v letu 2002 v celoti preoblikoval v holding, kar je tudi v skladu z izbrano aktivno naložbeno politiko. Tudi ta PID je oddal vlogo za preoblikovanje dvakrat, saj mu jo je Agencija prvič zavrnila zaradi istega razloga kot pri Modri liniji. V februarju 2002 je imela Krona Krona nekaj več kot odstotek tržnih in 93 odstotkov netržnih vrednostnih papirjev, ostalo pa so skoraj v celoti predstavljale nepremičnine. Tako je ta PID v celoti izpolnjeval pogoje za preoblikovanje v holding, ki jih je določal 143.a člen Zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 10/98).

Tabela 12: Struktura naložb PID-ov, preoblikovanih (tudi) v investicijsko družbo leta 2002

DZU	TRIGLAV			KBM INFOND			NFD		
PID	TRIGLAV STEBER 1			INFOND-ZLAT			NFD IS 1		
Investicijska politika	Pretežno pasivna			Kombinacija aktivne in pasivne			Pretežno pasivna		
	31.05.2002		31.12.1999	31.05.2002		31.12.1999	31.03.2002		31.12.1999
	v 1000 sit	v %	v %	v 1000 sit	v %	v %	v 1000 sit	v %	v %
Tržni VP	31.998.017	75,2	49,2	19.903.785	31,8	14,2	26.554.362	71,1	55,3
Netržni VP	8.210.516	19,3	47,6	39.300.861	62,8	34,2	9.990.699	26,8	43,5
Ostalo	2.315.803	5,5	3,2	3.443.882	5,4	1,3	781.464	2,1	1,2
Neizkoriščeni certifikati	0	0	0	0	0	50,3	0	0	0

Opombe:

- tržni vrednostni papirji so delnice na organiziranem trgu vrednostnih papirjev in obveznice
- netržni vrednostni papirji so delnice na neorganiziranem trgu vrednostnih papirjev in ostali vrednostni papirji (knjigovodska vrednost teh naložb je v premoženjski bilanci PID-ov v povprečju verjetno višja od njihove tržne vrednosti)
- ostalo so depoziti v banki in DFO, denarna sredstva, terjatve in nepremičnine

Vir: Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov [<http://www.giz-zdu.si>] in prospekti za uvrstitev delnic PID-ov na borzo v letih 1997, 1998.

Pooblaščen investicijski družbi Triglav Steber 1 in NFD IS 1 sta prva PID-a, ki sta se lahko v celoti preoblikovala v investicijsko družbo. Pri obeh so se odločili za pretežno pasivno naložbeno politiko, zato so že od samega začetka vse napore v poslovanju skladov usmerili v uskladitev sredstev oziroma posameznih naložb v skladu z Zakonom o investicijskih družbah in družbah za upravljanje in s tem pripravo sklada za preoblikovanje v investicijsko družbo. Agencija za trg vrednostnih papirjev je NFD 1 izdala dovoljenje za preoblikovanje v investicijsko družbo 27. marca 2002, PID-u Triglav Steber 1 pa 28. junija 2002. Oba PID-a sta imela v trenutku pridobitve dovoljenja več kot 70 odstotkov tržnih vrednostnih papirjev. Vse do sprejetja Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje 1 (Uradni list RS, št. 110/02), ki je stopil v veljavo 1. januarja 2003, sta tako NFD 1 in Triglav Steber 1

poslovala kot navadni zaprti investicijski družbi. ZISDU-1 pa postavlja vse investicijske sklade (investicijske družbe in vzajemne sklade) v status "posebnih", vse dokler se ne uskladijo z določili novega zakona ZISDU-1. Infond Zlat je bil pred delitvijo s svojim okoli 60 milijard tolarji vrednim premoženjem največji PID. Pri preoblikovanju je šla v Infond holding polovica premoženja, v Infond ID 22 milijard oziroma 24 odstotkov premoženja, v Infond PID pa 13 milijard oziroma 26 odstotkov premoženja nekdanjega Infond Zlata. Pri tem velja povedati, da pri delitvi podjetij niso upoštevali načela, da gredo papirji, ki kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, v investicijsko družbo, tisti, ki na njem ne kotirajo, pa v holding. Konec maja 2002 je Infond Zlat imel v svoji strukturi za 19 milijard tolarjev tržnih vrednostnih papirjev, kar je predstavljalo 31,8 odstotkov vseh sredstev. V holding so prenesli kar za 5 milijard tolarjev takšnih papirjev, med njimi za 3 milijarde Intereurope (2 milijardi jih je šlo v ID), za milijardo pa Dela Prodaje. Slednje je sicer holding septembra 2002 prodal. V strukturi ID-a, ki se je vzpostavila po preoblikovanju, so tržni vrednostni papirji predstavljali 72 odstotkov oziroma nekaj več kot 16 milijard, v strukturi PID-a pa 6 odstotkov premoženja, kar je znašalo manj kot milijardo tolarjev (Prikaz strukture naložb družb IS/M-1 na dan 31.8. 2002).

2.2.7 Preoblikovanja v letu 2003

Januarja 2003 je v Sloveniji še vedno poslovalo 30 pooblaščenih investicijskih družb. V tem letu se pričakuje, da se bodo vsi PID-i bodisi uskladili z določbami Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94, 25/97, 32/97 – popr., 47/97, 10/98, 26/99 in 56/99), ki veljajo za investicijske družbe, bodisi razdružili v investicijsko družbo in redno delniško družbo, bodisi v celoti preoblikovali v redno delniško družbo, ker se po Zakonu o prvem pokojninskem skladu RS in preoblikovanju PID (Uradni list RS, št. 50/90, 106/99 in 58/02) z dnem 31.12.2003 izteče rok za navedeno uskladitev oziroma preoblikovanje. Do meseca septembra tega leta je Agencija za trg vrednostnih papirjev izdala soglasje k preoblikovanju 5 PID-om. Dva sta se razdružila v holding in PID, eden v holding, PID in investicijsko družbo, en PID se je lahko v celoti preoblikoval v investicijsko družbo, eden pa se je razdružil v holding in investicijsko družbo.

Tabela 13: Način preoblikovanja PID-ov do septembra v letu 2003

DZU	PID	NAČIN PREOBLIKOVANJA	NOVO IME	DOVOLJENJA ATVP
TRIGLAV	Triglav Steber II	44 % PID 56 % holding	Triglav Steber, PID Triglav, fin. družba	februar 2003
VIZIJA	DPB Vizija	48 % PID 52 % holding	Vizija I PID Vizija holding	februar 2003
LB MAKSIMA	Maksima 1	30 % holding 34 % PID 36 % ID	Maksima holding Maksima PID Maksima ID	april 2003
PROBANKA	Zlata Moneta I	v celoti ID	Zlata Moneta I	julij 2003
KREKOVA DRUŽBA	PID Zvon ena	84 % holding 16 % ID	Zvon ena holding Zvon ena ID	julij 2003

Vir: Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov. [<http://www.giz-zdu.si>]

Tabela 14: Struktura naložb PID-ov, preoblikovanih do septembra v letu 2003

DZU	TRIGLAV			VIZIJA			LB MAKSIMA		
PID	Triglav Steber II			DPB Vizija			Maksima 1		
Invest. politika	Kombinacija aktivne in pasivne			Kombinacija aktivne in pasivne			Kombinacija aktivne in pasivne		
	31.01. 2003		31.12. 2000	31.01. 2003		31.12. 2000	31. 03. 2003		31.12. 2000*
	v 1000 sit	v %	v %	v 1000 sit	v %	v %	v 1000 sit	v %	v %
Tržni VP	2.165.896	11,3	6,4	485.845	6,6	44,8	15.251.537	42,4	30,7
Netržni VP	16.729.284	87,5	26,5	5.498.320	75,0	30,2	17.348.767	48,3	32,0
Ostalo	216.013	1,2	0,2	1.352.792	18,4	1,3	3.344.509	9,4	3,1
Neizk. certifikati	0	0	66,9	0	0	23,7	0	0	34,2

Opombe:

- tržni vrednostni papirji so delnice na organiziranem trgu vrednostnih papirjev in obveznice
- netržni vrednostni papirji so delnice na neorganiziranem trgu vrednostnih papirjev in ostali vrednostni papirji (knjigovodska vrednost teh naložb je v premoženjski bilanci PID-ov v povprečju verjetno višja od njihove tržne vrednosti)
- ostalo so depoziti v banki in DFO, denarna sredstva, terjatve in nepremičnine
- *pri Maksimi 1 sem zaradi boljše primerjave izračunal povprečje vseh treh Maksim na dan 31.12. 2000 po posameznih kategorijah, ker sta se Maksima 2 in Maksima 3 pripojili k Maksimi

Vir: Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov in prospekti za uvrstitev delnic PID-ov na borzo v letih 1997, 1998. [<http://www.giz-zdu.si>]

Pomemben dejavnik, ki je vplival na poslovanje pooblaščenice investicijske družbe Triglav Steber II, je dejstvo, da je imela družba do konca leta 2001 med svojimi sredstvi še vedno dve tretjini neizkoriščenih certifikatov. Zaradi nedorečene zakonodaje na področju preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb in nenehnega zamikanja zapolnitve privatizacijske vrzeli s sporno kvaliteto premoženja, se je družba v prvi polovici leta 2001 odločila za

preoblikovanje. Ker je le manjši del naložb ustrezal zakonskim kriterijem za preoblikovanje v posebno investicijsko družbo, bi taka sodila med najmanjše posebne investicijske družbe pri nas. Zato so sprejeli odločitev o preoblikovanju realnega premoženja družbe v redno delniško družbo Triglav, pri čemer se neizkoriščeni certifikati oddelijo v novo pooblaščen investicijsko družbo Triglav Steber. Tako odločitev so sprejeli delničarji pooblaščen investicijske družbe Triglav Steber II na skupščini v mesecu novembru 2001, vendar je dovoljenje za preoblikovanje Agencija za trg vrednostnih papirjev izdala šele v začetku februarja leta 2003. Med tem časom je družba v celoti porabila neizkoriščene lastniške certifikate, v glavnem za nakup poslovnih deležev. DBP Vizija je imela konec leta 2000 v svoji strukturi naložb še skoraj polovico tržnih naložb, kar je razvidno iz tabele 14. Preostale lastniške certifikate so kasneje zamenjali za netržno premoženje, vztajno pa so zmanjševali tudi naložbe v delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Konec januarja 2003 so imeli le še dobrih 6 odstotkov tržnih vrednostnih papirjev, od tega so obveznice predstavljale 5 odstotkov. Februarja 2003 je ATVP izdala dovoljenje za preoblikovanje DPB Vizija v pooblaščen investicijsko družbo Vizija I in Vizijo holding. Pri PID-u Maksima 1 so sledili kombinaciji aktivne in pasivne investicijske politike, kar je razvidno tudi v zgornji tabeli. Tržno premoženje so prenesli v Maksimo ID, večji del netržnih vrednostnih papirjev v Maksimo holding, eno tretjino netržnega pa v Maksimo PID. Depozite v banki in drugih finančnih organizacijah, ki so v strukturi naložb PID-a Maksima 1 predstavljali 9 odstotkov, sta si razdelila novonastala investicijska družba in holding.

Tabela 15: Struktura naložb PID-ov preoblikovanih do septembra v letu 2003

DZU	PROBANKA			KREKOVA DRUŽBA		
PID	Zlata Moneta I			PID Zvon ena		
Investicijska politika	Pretežno pasivna			Kombinacija aktivne in pasivne		
	30.06. 2003		31.12. 2000	30.06. 2003		31.12. 2000
	v 1000 sit	v %	v %	v 1000 sit	v %	v %
Tržni VP	12.289.024	70,4	47,2	12.538.943	37,5	51,6
Netržni VP	4.094.703	23,5	50,7	20.591.449	61,6	47,3
Ostalo	1.079.563	6,1	2,1	313.657	0,9	1,1
Neizkoriščeni certifikati	0	0	0	0	0	0

Opombe:

- tržni vrednostni papirji so delnice na organiziranem trgu vrednostnih papirjev in obveznice
- netržni vrednostni papirji so delnice na neorganiziranem trgu vrednostnih papirjev in ostali vrednostni papirji (knjigovodska vrednost teh naložb je v premoženjski bilanci PID-ov v povprečju verjetno višja od njihove tržne vrednosti)
- ostalo so depoziti v banki in DFO, denarna sredstva, terjatve in nepremičnine

Vir: Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov in prospekti za uvrstitev delnic PID-ov na borzo v letih 1997, 1998. [<http://www.giz-zdu.si>]

Zlata Moneta I je imela konec leta 2000 več netržnih vrednostnih papirjev kot tržnih v svoji strukturi naložb. Delež slednjih je potem vztrajno povečevala na račun zmanjšanja netržnih vrednostnih papirjev. V začetku julija je pooblaščen investicijska družba Zlata Moneta I prejela odločbo ATVP, da se je uskladila z določbami Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94, 68/96, 25/97, 32/97, 10/98, 26/99 in 56/99) o investicijskih družbah. V skladu z določbami 235. in 236. člena Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 110/02; ZISDU-1) morajo vzajemni skladi in investicijske družbe do uskladitve z vsemi določbami tega zakona nositi oznako "posebni vzajemni sklad" oziroma "posebna investicijska družba". V PID-u Zvon ena pa lahko zasledimo, da se je dogajalo ravno obratno kot pri Zlati Moneti I. Delež tržnih naložb so zmanjševali na račun povečevanja netržnih. Pri preoblikovanju so tržne naložbe prenesli v Zvon ena investicijsko družbo, netržne pa v Zvon ena holding.

2.2.8 Nepreoblikovane pooblaščen investicijske družbe

Skrajni rok za vložitev vloge za preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb je do konca tega leta. Izmed 27-ih pooblaščenih investicijskih družb, kolikor jih je do sredine septembra 2003 še poslovalo, jih je 16 že odločalo o preoblikovanju na skupščini delničarjev, vendar še čakajo na soglasje Agencije za trg vrednostnih papirjev. To je tudi razlog, da še ne morejo vpisati novih družb v sodni register, posledično pa zamenjati delnice starih družb za delnice novih. Med pooblaščenimi investicijskimi družbami, ki so se že odločale o preoblikovanju, je najbolj zanimiva Pomurska investicijska družba 1, saj so lastniki podprli preoblikovanje PID-a v vzajemni sklad, kar je prvo tako preoblikovanje pri nas. Upravljalna provizija novega vzajemnega sklada Primus bo dvoidstotna, izstopna provizija bo triodstotna (obe gresta družbi za upravljanje), tri odstotke pa bo v prvem letu znašala tudi med družbami za upravljanje poljudno imenovana "kazenska provizija", ki se vrača v sklad, njen glavni namen pa je, da bi preprečevala hitro unovčevanje kuponov. V drugem letu te provizije ne bo več (Toplak, 2003, str. 2). Vsi ostali PID-i so se odločili za preoblikovanje v holdinge, razen Vipa Invest, ki se je delno preoblikoval v investicijsko družbo. Glede na strukturo naložb pooblaščenih investicijskih družb, ki še niso imeli skupščine delničarjev, pa lahko tudi predvidevamo, da se bodo v večini preoblikovali v redno delniško družbo – holding.

Tabela 16: PID-i brez soglasja ATVP o preoblikovanju sredi septembra 2003

DZU	PID	Datum skupščine	Način preoblikovanja	Novo ime
AKTIVA	Atena PID *			
	Aktiva Avant 1	11.10. 2002	holding	Aktiva Avant
	Nika PID 1	07.10. 2002	holding	Certius Invest
AVIP	Vipa Invest	10.04. 2003	ID holding	Vipa Invest Vipa
CAP-INVEST	Capinvest 2	12.05. 2003	holding	C 2 Naložbe
	KS sklad 2	12.05. 2003	holding	KS 2 Naložbe
	KS sklad 4	12.05. 2003	holding	KS 4 Naložbe
	Nika PID	26.08. 2003	holding	NK Naložbe
	Nika PID 2	26.08. 2003	holding	NK 2 Naložbe
INTARA	Mercata *			
	Mercata 1 *			
KBM INFOND	Infond PID *			
KD INVESTMENT	KD PID	09.05. 2003	holding	KD Naložbe
KREKOVA DRUŽBA	PID Zvon dva *			
DUS KRONA	Krona Senior *			
LB MAKSIMA	Maksima PID *			
	Poobl. Pomurska investicijska družba	07.07. 2003	holding	POM - Naložbe
POMURSKA	Pomurska invest. družba 1	07.07. 2003	vzajemni sklad	Primus
NFD	NFD 2	12.07. 2003	holding	-
	Trdnjava *			
	Trdnjava 1 *			
POMURSKI SKLADI	Modra linija *			
PROBANKA	Zlata Moneta II	19.06. 2003	holding	Moneta Invest
S HRAM	Setev	27.08. 2003	holding	Hram
TRIGLAV	Triglav Steber PID*			
ARKADA	Arkada ena	10.10. 2003	holding	Arkada Ena
VIZIJA	Vizija I PID	17.10. 2003	holding	-

Opomba:

* skupščine delničarjev o preoblikovanju še ni bilo

Viri: Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov [<http://www.giz-zdu.si>], Kavčič, 2003, str. 3, Mihajlovič, 2003, 4 in Kavčič, 2003a, str.4.

3 ZADNJE NOVOSTI V ZVEZI S PROBLEMATIKO PID-ov

3.1 ZISDU – 1

Novi zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 110/02) je bil po mnogih različicah končno sprejet 29. novembra leta 2002 in je stopil v veljavo 1. januarja leta 2003. Ves čas je bilo najbolj sporno področje preoblikovanja PID-ov, ki pa ga je vlada iz zakonskega predloga izločila šele oktobra, ko je ocenila, da ni dobro, če se z evropskim delom zakona (šlo je namreč za prilagajanje slovenske finančne zakonodaje evropski) še naprej zamuja zaradi iskanja ustreznih rešitev glede preoblikovanja PID-ov. Tako novi ZISDU v nasprotju s pričakovanji strokovne javnosti ureja le investicijske sklade, ne pa tudi obsežnega področja preoblikovanja PID-ov. Med pglavitnimi novostmi, ki jih prinaša novi ZISDU, so uvedba instituta skrbnika za vzajemne sklade in družbe za upravljanje, predvideno je izvensodno reševanje sporov, določene spremembe za družbe za upravljanje (zvišuje osnovni kapital, uvaja dvočlansko upravo itd.). Zakon med drugim ureja tudi področje zaprtih investicijskih skladov, katerega evropska direktiva ne ureja in pomeni specifično ureditev v Sloveniji. Najbolj sporna rešitev po mnenju družb za upravljanje je obvezno preoblikovanje sedanjih investicijskih družb, ki so nastale iz PID-ov, v vzajemne sklade, kljub dodani varovalki, da se tem ni potrebno preoblikovati v vzajemni sklad, če delničarji investicijske družbe na skupščini s tričetrtinsko večino celotnega kapitala sprejmejo sklep o nepreoblikovanju. Novi ZISDU namreč določa, da mora družba za upravljanje v roku 4 let od uveljavitve tega zakona vložiti na ATVP zahtevo za izdajo odločbe o uskladitvi poslovanja investicijske družbe z določbami tega zakona. Po prejemu te odločbe pa imajo na voljo dodatna 4 leta, da se ID preoblikuje v vzajemni sklad. Po besedah predsednika uprave NFD Staneta Valanta so se v združenju družb za upravljanje ves čas zavzemali, da se investicijskim družbam ali celo pooblaščenim investicijskim družbam dovoli preoblikovanje v vzajemne sklade, vendar na podlagi svobodne pobude, nikakor pa ne na podlagi prisile. To bi lahko pripeljalo do množične razprodaje premoženja sedanjih investicijskih družb in novo nastalih vzajemnih skladov, kar pa pomeni nevarnost za slovenski trg kapitala (Redakcija poslovnega devnika Finance, 2003, [URL: <http://finance-on.net>]).

26. maja 2003 je enajst investicijskih skladov oziroma družb za upravljanje ter šest delničarjev investicijskih skladov na ustavno sodišče vložilo pobudo za začetek postopka za oceno ustavnosti 236. člena o obveznem preoblikovanju ID, preoblikovanih iz PID-ov, v vzajemne sklade ter določbe 237. člena zakona, ki med drugim navaja, da vzajemni sklad, ki je nastal s preoblikovanjem ali oddelitvijo sredstev PID-a, do uskladitve z zakonom ne sme zbirati novih vplačil. Sporne pa se jim zdijo tudi kazenske določbe zakona, ki za posamezne kršitve predpisujejo višje kazni kot Zakon o prekrških (Uradni list RS, št. 7/03).

3.2 PREDLOG ZAKONA O PREOBLIKOVANJU PID-ov

Ker je bilo celotno področje preoblikovanja PID-ov izločeno iz novega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, je vlada decembra 2002 pripravila predlog zakona o preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPPID), s katerim naj bi dokončno uredili to problematiko. Predlog zakona podrobneje opredeljuje postopke in roke preoblikovanja PID-ov v redne delniške družbe, investicijske družbe in vzajemne sklade. Za redne delniške družbe, nastale iz PID-ov, in njene pravne naslednice uvaja ZPPID zaradi varstva manjšinskih delničarjev posebne določbe o izredni in posebni reviziji. Sodišče naj bi imenovalo izrednega revizorja na predlog najmanj 10 delničarjev, oziroma na predlog delničarjev, katerih skupni delež znaša najmanj dva odstotka delnic. Delničarji pa lahko tudi izpodbijajo sklepne ugotovitve izrednega revizijskega poročila. Novost je tudi obveznost dajanja ponudb za odkup, in sicer ne pri pragu 25 odstotkov, temveč 15. To ni potrebno storiti zgolj, če se delnice dokupujejo nad 15 odstotkov, temveč tudi, če je do pridobitve prišlo zaradi združitve ali razdružitve. Osebam, ki so prek javne ponudbe že pridobile 75 odstotkov glasov, pa je ne bo treba dati. Nadalje predlog zakona določa, da bodo morale delniške družbe, nastale iz PID-ov, poročati ATVP o svojem poslovanju in vseh pomembnih dogodkih. Ta jih bo tudi nadzirala in to deset let od preoblikovanja. Vse tako nastale delniške družbe, ki bodo imele več kot 50 delničarjev, bodo morale biti javne, njihove delnice bodo tako morale biti uvrščene na organizirani trg in bodo neomejeno prenosljive. Vse morebitne sedanje omejitve prenehajo veljati. V naložbah bodo lahko imele največ 5 odstotkov tržnih vrednostnih papirjev, omejitve pa so predlagane tudi pri naložbah v prve izdaje delnic družb, pri kuponih drugih investicijskih skladov, denarnih depozitih in drugih naložbah.

Predlagatelji zakona vidijo glavne razloge za sprejem ZPPID iz ocen trenutnega stanja lastniške sestave in naložb še nepreoblikovanih pooblaščenih investicijskih družb, ocene njihovega preoblikovanja v redne delniške družbe ter ocene trenutnega in prihodnjega stanja lastniške sestave delniških družb, nastalih iz PID-ov. Ugotavljajo, da je lastniška sestava PID-ov še zelo razpršena z velikim številom malih delničarjev v rednih delniških družbah, nastalih na podlagi preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb. Mali delničarji ne morejo vplivati na odločanje o upravljanju njihovega premoženja. Zato želijo predlagatelji s tem zakonom vzpostaviti instrumente varstva in omogočiti manjšinskim delničarjem boljše uveljavljanje njihovih pravic. Investicijske družbe, ki nastanejo iz PID-ov, imajo zakonsko status investicijskega sklada in so zato predmet nadzora ATVP. Dosedanja zakonodaja za redne delniške družbe ni posebej urejala varstva delničarjev in zlasti ne nadzora agencije, saj naj bi nadzorno funkcijo opravljali delničarji prek nadzornih svetov teh družb in na skupščinah, kar pa se je izkazalo za neučinkovito prav zaradi velike razpršenosti delničarjev. Predlagatelji zakona ugotavljajo, da so imeli 31. avgusta 2002 PID-i, ki se še niso preoblikovali, skupaj 329,5 milijarde tolarjev premoženja, kar pomeni 56,36 odstotni delež vseh naložb rednih delniških družb in investicijskih družb, nastalih iz PID-ov (Redakcija poslovnega dnevnika Finance, 2002, [URL: <http://finance-on.net>]). Predlagatelji zakona menijo, da je to premoženje velik potencial za trg kapitala, ki bi se s preoblikovanjem v redne

delniške družbe izgubil. Kljub temu dopuščajo možnost preoblikovanja PID-ov v to obliko, saj ZISDU dovoljuje takšno preoblikovanje z namenom izognitve likvidacije PID-ov, ki se zaradi pretežno netržnega premoženja ne bi mogle uskladiti z določbami zakona, ki veljajo za investicijske družbe. Sicer pa se do sprejema tega zakona uporabljajo določbe ZISDU in ZPSPID.

3.3 DRUGE PREDLAGANE REŠITVE

Nekateri poznavalci so predlagali tudi druge poti, kako pospešiti razvoj vzajemnih skladov, ki so v razvitem svetu med pomembnimi segmenti finančnega posredništva in kako zaščititi interese malih delničarjev ter hkrati dokončno rešiti problematiko PID-ov. Matjaž Gantar, predsednik uprave KD Group, je predlagal (Gantar, 2002, str. 28), da bi morali malim delničarjem PID-ov in holdingov ponuditi prenos njihovih delnic v vzajemne sklade, podobno, kot je bilo že enkrat storjeno s prenosom na Prvi pokojninski sklad. Holdingi in PID-i bi tako namesto malih vlagateljev dobili institucionalne lastnike, ki so bolj zainteresirani in usposobljeni za nadzor nad delovanjem družbe. S tem tudi naložba malega delničarja ne bi bila več odvisna od enega PID-a ali holdinga, panoga vzajemnih skladov bi močno narasla in postala primerljivejša z razvitimi finančnimi trgi, PID-i in holdingi bi imeli večji nadzor lastnikov in potem regulatorja ter na trgu ne bi bilo nikakršnih pretresov ali bi bili vsaj manjši kot pri likvidacijah. Druga točka njegovega predloga je bila, da bi morala Kapitalski sklad in Slovenska odškodninska družba svoja sredstva prenesti na vzajemne sklade, s čimer bi se polemika o vplivu države na podjetja lahko končala. Oba bi imela sredstva razpršena v več vzajemnih skladih, kar pomeni ustrezno razpršitev rizikov, sočasno pa tudi likvidnost in donosnost, kar naj bi bil njun temeljni interes. Poleg tega bi bilo potrebno omogočiti prenos delnic v vzajemne sklade tudi drugim malim delničarjem, ki so trenutno delničarji v gospodarskih družbah na organiziranem trgu.

Zanimivo je tudi mnenje tujega strokovnjaka Andrewa Weissa, ameriškega profesorja in upravljalca skladov na hitro rastočih trgih, ki se nanaša predvsem na osemletni rok, v katerem naj bi se investicijske družbe po novem ZISDU preoblikovale v vzajemne sklade. Po Weissu je rešitev takojšnje ali preoblikovanje najkasneje v roku šestih mesecev v vzajemne sklade, ne glede na trenutno sestavo naložb, saj se upravitelji zaprtih skladov skoraj vedno upirajo preoblikovanju zaradi provizije, ki je pri teh oblikah skladov neodvisna od njihove učinkovitosti. Po njegovem mnenju je strah, da bodo iz vzajemnih skladov vsi zbežali, svežih prilivov pa ne bi bilo, odveč. Tudi če bi vsi izstopili, bi se denar pač usmeril v druge naložbe, delnice, kar pa je še vedno na kapitalski trg. Poleg tega narašča tudi zanimanje tujega kapitala (Toplak, 2003, str. 2).

SKLEP

Prve pooblaščne investicijske družbe so bile s strani družb za upravljanje ustanovljene leta 1994 z namenom zbiranja lastniških certifikatov. Da so se v tej vlogi dobro znašle, govori podatek o več kot 1,3 milijona vlagateljih, ki so v PID-e vložili kar za 326 milijard SIT od skupno izdanih 564,5 milijard SIT certifikatov. Ker je bilo iz različnih razlogov izdanih več certifikatov, kot pa je bilo družbenega premoženja, je nastala t.i. privatizacijska luknja. Zaradi nekajletnega reševanja tega problema je postajalo povsem očitno, da temeljni namen oblikovanja PID-ov (ti naj bi predstavljali osnovo razvoju investicijskih skladov v Sloveniji) ne bo dosežen.

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94) je predvidel preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb bodisi v investicijske družbe ali vzajemne sklade, za kar pa bi morali PID-i med naložbami imeti najmanj 60 oziroma 90 odstotkov tržnih vrednostnih papirjev. Certifikatna vrzel in državni sezname premoženja pa so jasno kazali, da kaj takega ne bo mogoče. Zato se je začelo preoblikovanje PID-ov v redne delniške družbe – holdinge (zakonodajalec je redno delniško družbo predvidel le kot skrajno rešitev), kar pa je bilo v začetku leta 1998 z Zakonom o spremembah in dopolnitvah Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 10/98) ustavljeno. PID-i so se ponovno lahko preoblikovali v holdinge po sprejetju Zakona o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 50/99), kateri pa ni predvidel preoblikovanja tudi v vzajemne sklade. PID-i so se v glavnem začeli (v celoti ali pa le v svojem delu) preoblikovati v holdinge, redki pa tudi v investicijske družbe. Ta čezmerna preoblikovanja v redne delniške družbe so upravičevali s strukturo naložb, katere pretežni del so predstavljali netržni vrednostni papirji, pogosta pa je bila tudi koncentracija lastništva pri posameznih izdajateljih. Ob tem je potrebno povedati, da so nekatere pooblaščne investicijske družbe namerno odprodajale tržne naložbe, da bi zadostile pogojem preoblikovanja v holdinge, ki so bili določeni v ZISDU-B (Uradni list RS, št. 10/98).

Do septembra 2003 se je v celoti ali pa le v svojem delu preoblikovalo v holdinge 20 pooblaščenih investicijskih družb, medtem ko jih trenutno na soglasje ATVP za takšno preoblikovanje čaka še 15. 11 PID-ov še ni imelo skupščine delničarjev, na katerem bi se odločali o preoblikovanju, vendar njihova struktura naložb kaže na to, da se bodo po večini odločali za preoblikovanje v holdinge. V investicijske sklade je bilo preoblikovanih 6 PID-ov, od tega trije v celoti, v vzajemni sklad pa en sam, vendar ta še ni dobil soglasja ATVP.

Če bi Slovenija želela uresničiti cilje razvoja kapitalskega trga, bi morala sprejeti takšno strategijo, ki bi PID-e usmerila v razvoj odprtih (vzajemnih) investicijskih skladov, to je skladov, katerih vrednost delnic je odvisna od vrednosti njihovih naložb in katerih naložbeno dejavnost bi nadzorovala Agencija za trg vrednostnih papirjev. Na ta način bi bili varovani, tako kot v razvitem svetu, interesi malih delničarjev, raslo pa bi tudi zaupanje v trg kapitala.

LITERATURA

1. Bogataj Marjeta: Dzuji o združevanju pidov zelo različno. Finance, Ljubljana, 1997, 79, str. 2.
2. Bogataj Marjeta: Kako je kapitalski sklad komuniciral PPS? Finance, Ljubljana, 1999, 114, str. 18.
3. Grgič Maja: Pidovska preoblikovanja. Slovenski delničar, Ljubljana, 1999, 34, str. 6.
4. Gantar Matjaž: Izhod iz tranzicijske zgodbe. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2002, 27, str. 28.
5. Hočevar Borut: Pidom ne pristoji vloga holdingov. Finance, Ljubljana, 1998, 98, str. 3.
6. Hočevar Borut: Dvakrat tepeni bonovci. Finance, Ljubljana, 1999, 91, str. 16.
7. Jašovič Božo: Dileme o preoblikovanju pidov. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999), 10, str. 29-32.
8. Karner Harald: V holding s čistimi računi. Finance, Ljubljana, 2001, 14, str. 6.
9. Kavčič Matej: PID KD dokončno preoblikovan. Finance, Ljubljana, 2003, 89, str. 4.
10. Kavčič Matej: Zlata moneta 2 bo Moneta invest. Finance, Ljubljana, 2003, 118, str. 3.
11. Lacić Marjan: Kmečka družba je s preoblikovanjem pida nakazala bodoči razvoj pidovske industrije. Dnevnik, Ljubljana, 2000, 255, str. 0.
12. Mramor Dušan: Zanimanje delničarjev PID-ov za zamenjavo. Finance, Ljubljana, 1999, 104, str. 8.
13. Mihajlovič Novica: PID Vipa invest je razdeljen. Finance, Ljubljana, 2003, 70, str. 4.
14. Podberšček Luka: Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 48 str.
15. Ribnikar Ivan: Investicijska podjetja in investicijski skladi. Bančni vestnik, Ljubljana, 39 (1990), 4, str. 137-138.
16. Smrekar Tanja: Pid in dzu Kmečka družba naj bi se kmalu preoblikovala. Finance, Ljubljana, 2000, 111, str. 3.
17. Smrekar Tanja: Arkada in Ručigaj v primežu ATVP. Finance, Ljubljana, 85, str. 4.
18. Šubic Petra: Še devet dni za PPS. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 48 (1999), 44, str. 12-13.
19. Štajner Matjaž: Vedno manj pregledni pidovski holdingi. Finance, Ljubljana, 2002, 188, str. 17.
20. Toplak Simona: Hudo naporna preobrazba pidov. Finance, Ljubljana, 2001, 127, str. 4.
21. Toplak Simona: Preoblikovanje pidov se vleče kot jara kača. Finance, Ljubljana, 2002, 8, str. 7.
22. Toplak Simona: Pomurska investicijska družba 1 bo vzajemni sklad. Finance, Ljubljana, 2003, 128, str. 4.
23. Viršček Damjan: Vzajemni sklad kot ideal pida. Delo, Ljubljana, 18.11.1999, str. 4.
24. Weiss Andrew: Takoj vzajemci, takoj razpad kapitalskega trga. Finance, Ljubljana, 2003, 84, str. 3.
25. Zajec Matej: Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 95 str.

26. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna: Dej, 1999. 419 str.

VIRI

1. Interni podatki Agencije za trg vrednostnih papirjev.
2. Interni podatki Centralne klirinško depotne družbe.
3. Prospekti za uvrstitev delnic PIDov na borzo v letih 1997 in 1998.
4. Redakcija poslovnega dnevnika Finance: ZISDU končno sprejet; urediti je treba še preoblikovanje PID-ov. [URL:<http://www.finance-on.net/show.php?ID=36437>], 29.11.2002.
5. Redakcija poslovnega dnevnika Finance: Kaj prinaša predlog zakona o preoblikovanju PID-ov. [URL:<http://www.finance-on.net/show.php?ID=36948>], 9.12.2002.
6. Stališče glede obdavčitve dobička iz kapitala. Ljubljana: Davčna uprava Republike Slovenije, 17.9.1999.
7. Sklep o ugotovitvi vrednosti premoženja, ki se preda pooblaščenim investicijskim družbam za lastniške certifikate (Uradni list RS, št. 72/98).
8. Uredba o izdaji, razdelitvi in uporabi lasniških certifikatov (Uradni list RS, št. 40/93).
9. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94).
10. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-A) (Uradni list RS, št. 25/97).
11. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-B) (Uradni list RS, št. 10/98).
12. Zakon o spremembi zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-C) (Uradni list RS, št. 26/99).
13. Zakon o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPSPID) (Uradni list RS, št. 50/99).
14. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPSPID-A) (Uradni list RS, št. 58/02).
15. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) (Uradni list RS, št. 110/02).
16. Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov. [URL: <http://www.giz-zdu.si>]

PRILOGA

TABELA 1: Diskont, ki ga predstavlja tržna cena delnice PID-a glede na knjigovodsko vrednost delnice dne 15.02. 2002

PID	Knjigovodska vrednost	Tržna cena	Diskont na knjigovodsko vrednost v %
Aktiva Avant 1	87,31	30,00	65,64
Arkada ena	163,91	42,00	74,38
Arkada dva	158,51	42,10	73,44
Arkada tri	127,63	31,28	75,49
Atena 1. sklad	151,53	46,76	69,14
Vipa Invest	200,29	56,30	71,89
Capinvest 2	194,98	39,90	79,54
Kompas sklad 2	175,22	39,77	77,30
Kompas sklad 4	110,52	33,81	69,41
Nika PID	117,32	35,15	70,04
Nika PID 1	125,13	34,90	72,11
Nika PID 2	116,31	33,00	71,63
Mercata	113,41	31,64	72,10
Mercata 1	114,56	31,94	72,12
Infond Zlat	179,23	59,96	66,55
ID KD	181,17	86,88	52,05
PID KD	57,77	38,20	33,88
PID Zvon ENA	194,71	82,30	57,73
PID Zvon DVA	97,84	41,65	57,43
Krona Senior	143,33	41,30	71,19
Krona Krona	129,89	37,00	71,51
Maksima 1	147,37	58,22	60,49
NFD1	213,79	119,32	44,19
NFD2	113,86	43,97	61,38
Pomurska 1	195,31	146,66	24,91
Pomurska 2	79,76	38,58	51,63
Modra linija	224,17	68,68	69,36
Zlata Moneta I	194,42	90,74	53,33
Zlata Moneta II	113,34	40,76	64,04
Trdnjava	121,94	28,10	76,96
Trdnjava 1	175,55	29,00	83,48
Plod	131,97	31,00	76,51
Trgatev	152,45	31,61	79,27
Setev	122,56	32,20	73,73
Triglav Steber I	233,48	131,25	43,79
Triglav Steber II	77,09	43,95	42,99
Vizija PID	157,23	42,64	72,88

Opombi:

- pri izračunu knjigovodske vrednosti (KV) niso upoštevani še neizkoriščeni certifikati
- diskont na KV – popust oz. premija, ki ga predstavlja tržna cena delnice PID-a glede na knjigovodsko vrednost delnice brez certifikatov (TRŽ – KV / KV)

Vir: Preračun na podlagi podatkov iz tečajnice časopisa Delo, 16.2.2002, str. 10.

TABELA 2: Zahteve glede razpršenosti in omejitve naložb

Predpisana struktura naložb	Vzajemni sklad	Investicijska družba	PID
Netržni vrednostni papirji	Največ 10% vseh naložb	Največ 40% vseh naložb	Ni posebnih zahtev
Likvidnostna sredstva in kratkoročni vrednostni papirji z dospelostjo do 6 mesecev	Najmanj 5% vseh naložb	Ni posebnih zahtev	Ni posebnih zahtev
Vrednostni papirji tujih izdajateljev, ki kotirajo na borzah, predpisanih s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev	Največ 10% vseh naložb	Največ 10% vseh naložb	Največ 10% vseh naložb
Tržni vrednostni papirji istega izdajatelja in z njim povezanih izdajateljev	Največ 10% vseh naložb	Največ 10% vseh naložb	Največ 10% vseh naložb
Netržni vrednostni papirji istega izdajatelja in z njim povezanih izdajateljev	Največ 5% vseh naložb	Največ 5% vseh naložb	Največ 10% vseh naložb
Vrednostni papirji, ki jih izda ali zanje jamči Republika Slovenija	Največ 70% vseh naložb	Največ 70% vseh naložb	Največ 70% vseh naložb
Delež vrednostnih papirjev istega izdajatelja, ki jih imajo lahko skupno vsi skladi ene DZU	Največ 15% vrednostnih papirjev	Največ 15% vrednostnih papirjev	Ni omejitev
Delež naložb v nepremičninah	0%	0%	Največ 20% vseh naložb
Delež vrednostnih papirjev podjetij, ki so poslovno povezana z lastniki več kot 10% delnic DZU	-	-	Največ 20% vseh naložb

Vir: ZISDU, člani 94, 95, 96, 97, 140 in ZISDU-A, člani 6, 7, 8, 9, 10