

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

PREOBLIKOVANJE POOBLAŠČENIH
INVESTICIJSKIH DRUŽB

Ljubljana, junij 2006

BARBARA HOČEVAR

IZJAVA

Študentka Barbara Hočevar izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Aleksandre Gregorič in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____ Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1. LASTNINSKO PREOBLIKOVANJE V SLOVENIJI	2
2. OPREDELITEV POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE IN POOBLAŠČENE DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE	3
2.1. OPREDELITEV POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE	3
2.2. OPREDELITEV POOBLAŠČENE DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE	5
3. USTANAVLJANJE PID-OV IN STATUSNE SPREMEMBE	6
4. POSLOVANJE PID-OV	7
4.1. NALOŽBE PID-OV	9
4.2. USPEŠNOST POSLOVANJA PID-OV	13
4.3. IZPLAČEVANJE PROVIZIJ	14
4.4. NADZOR NAD PID-I IN PDZU-JI	15
4.4.1. <i>Agencija za trg vrednostnih papirjev</i>	15
4.4.2. <i>Lastniški nadzor nad PID-i</i>	16
4.5. PRIHOD PID-OV NA BORZO	18
4.6. JAVNA PODOBA POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB	22
5. PRIVATIZACIJSKI SKLADI V DRUGIH DRŽAVAH V TRANZICIJI	23
6. PREOBLIKOVANJE POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB	27
6.1. PREOBLIKOVANJE V VZAJEMNI SKLAD	30
6.2. PREOBLIKOVANJE V INVESTICIJSKO DRUŽBO	32
6.3. PREOBLIKOVANJE V FINANČNI HOLDING.....	35
6.4. VPLIV PREOBLIKOVANJA PID-OV NA SLOVENSKI FINANČNI TRG IN RAZMERE NA SLOVENSKEM FINANČNEM TRGU	40
SKLEP	44
LITERATURA	46
VIRI 47	
PRILOGA	1

UVOD

Po desetletnem obdobju delovanja se je zaključila zgodba o pooblaščenih investicijskih družbah, ki so odigrale pomembno vlogo pri lastninjenju družbenega premoženja in razvoju trga kapitala v Sloveniji. Pooblaščne investicijske družbe naj bi se namreč do 31. 12. 2003 dokončno preoblikovale v finančne institucije, ki so prisotne v razvitih tržnih gospodarstvih.

Že od začetka lastninskega preoblikovanja so bile pooblaščne investicijske družbe ustanovljene kot prehodne institucije, ki bodo z manjšanjem tveganosti naložb državljanov RS in z večjo koncentracijo lastništva ter prestrukturiranjem podjetij prispevale k uspešnejšemu lastninskem preoblikovanju. Glede na to, da so bile pooblaščne investicijske družbe prilagojene procesu lastninskega preoblikovanja, se razlikujejo od investicijskih družb v razvitih tržnih gospodarstvih. Le te so namreč nastale zaradi tržnih potreb oziroma zaradi ponudbe in povpraševanja po finančnih sredstvih različnih ekonomskih subjektov. Ker se je proces avtonomnega množičnega lastninskega preoblikovanja končal, se je končala tudi vloga pooblaščenih investicijskih družb kot takšnih finančnih institucij.

V diplomski nalogi bom preučila različne možnosti preoblikovanja, obrazložila kaj prinašajo spremembe vlagateljem, družbam, ki jih upravljajo, podjetjem in slovenskemu finančnemu trgu.

Diplomsko delo je razdeljeno na šest poglavij. Začetek diplomske naloge je namenjen sami privatizaciji, njenemu poteku in vlogi, ki so jo v njej dobile pooblaščne investicijske družbe in njihove družbe za upravljanje. Sledi poglavje, ki opredeljuje pooblaščne investicijske družbe in pooblaščne družbe za upravljanje.

Tretje poglavje predstavi najuspešnejše družbe pri zbiranju lastniških certifikatov. V začetnem obdobju lastninskega preoblikovanja je število pooblaščenih investicijskih družb hitro raslo, kasneje pa se je zaradi statusnih sprememb in preoblikovanj to število zmanjševalo.

Četrto poglavje zajema poslovanje pooblaščenih investicijskih družb. V začetku poglavja predstavim privatizacijsko vrzel, ki je nastala kot posledica napačno izvedenega lastninskega preoblikovanja. V nadaljevanju predstavim naložbeno politiko pooblaščenih investicijskih družb in analiziram uspešnost delovanja teh družb. Sledi opis upravljalskih provizij in lastniškega nadzora v pooblaščenih investicijskih družbah ter nepravilnosti, ki so se pojavile pri delovanju teh družb. Poglavje zaključim s prihodom pooblaščenih investicijskih družb na borzo in z analizo javnega mnenja o pooblaščenih investicijskih družbah.

V petem poglavju predstavim privatizacijske sklade v drugih državah v tranziciji, ki se zaradi različnih modelov privatizacije nekoliko razlikujejo od pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji. Predstavim njihovo vlogo v privatizaciji in njihov razvoj.

Diplomsko nalogo zaključujem s preučitvijo preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb. Podrobno predstavljam možnosti preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb glede na njihovo premoženje, kaj pomenijo za vlagatelje in k čemu se nagibajo upravljalci družb. Na koncu pa predstavim spremembe, ki se v zadnjem obdobju dogajajo na slovenskem finančnem trgu.

1. LASTNINSKO PREOBLIKOVANJE V SLOVENIJI

Konec 80-ih ter v začetku 90-ih so takratne vzhodno in srednjeevropske socialistične države prišle do spoznanja, da je privatna lastnina mnogo bolj učinkovita kot državna ali kot je bil primer pri nas, družbena lastnina. Zaradi poloma gospodarskega sistema, ki so ga utrpeli, je bilo nujno prestrukturiranje gospodarskega sistema in začetek procesa lastninskega preoblikovanja državne oziroma družbene lastnine.

V primerjavi z drugimi državami v tranziciji je Slovenija sprejela model lastninskega preoblikovanja pozno¹ in sicer leta 1992. V parlamentu je bil sprejet model lastninskega preoblikovanja, ki je vključeval kombinacijo odplačne privatizacije in brezplačne razdelitve družbenega premoženja. Cilj zakona je bilo preoblikovanje družbene lastnine v zasebno in državno lastnino (Žnidaršič Kranjc, 1992, str. 32).

Družbeni kapital se je razdelil z izdajo lastniških certifikatov, katerih vrednost je znašala od 100.000,00 do 400.000,00 SIT, odvisno od starosti državljana na tisti dan. Skupna nominalna vrednost izdanih certifikatov je bila 567 milijard SIT oziroma 9,4 milijarde takratnih nemških mark. Certifikat i so bili neprenosljivi in namenjeni zgolj pridobitvi deleža družbenega kapitala.

Lastninsko preoblikovanje podjetij z družbenim kapitalom v podjetja z zasebnimi lastniki je urejal Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij. Po njem so se preoblikovala vsa podjetja z družbenim kapitalom, izvzete so bile gospodarske javne službe, banke in zavarovalnice, igralnice, podjetja v stečajnem postopku ter podjetja, ki naj bi se preoblikovala po Zakonu o zadrugah ter Zakonu o urejanju gozdov.

Zakon je podjetjem določil sedem možnih načinov lastninjenja, in sicer:

1. brezplačen prenos delnic na sklade:
 - 10 % navadnih delnic se je preneslo na Slovenski odškodninski sklad,

¹ Poljska je sprejela program reform leta 1990, Madžarska, Češka in Slovaška pa leta 1991.

- 10 % navadnih delnic se je preneslo na Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja,
 - 20 % navadnih delnic se je preneslo na Sklad za razvoj (z namenom nadaljnje prodaje PID-om);
2. interna razdelitev (za lastniške certifikate se je lahko zamenjalo do 20 % vrednosti družbenega kapitala);
 3. notranji odkup (podjetje je lahko v notranji odkup vključilo največ 40 % vrednosti družbenega kapitala);
 4. javna prodaja delnic podjetja z javno dražbo;
 5. prodaja vseh sredstev s prenehanjem podjetja;
 6. večanje kapitala podjetja;
 7. prenos preostalih delnic na Sklad za razvoj.

Podjetja so bila samostojna pri izbiri načinov lastninskega preoblikovanja, vendar so morala pri tem upoštevati zakonsko določen prenos 40 % premoženja na institucionalne sklade. Proces lastninjenja je potekal kot kombinacija vseh omenjenih načinov. Najbolj množična sta bila notranji odkup in interna razdelitev (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 52).

Državljeni so prejete lastniške certifikate lahko vložili v delnice podjetij, ki so izvedla javno prodajo, v deleže podjetij kjer so bili zaposleni, v delnice in drugo premoženje RS ter podjetij v njeni lasti, ki so ponudila javnosti v odkup za lastniške certifikate ali v delnice pooblaščenih investicijskih družb.

Po prvotnih pričakovanjih naj bi pooblaščenih investicijskih skladov zbrali okoli 20 % vseh lastniških certifikatov, vendar se je izkazalo da jim je uspelo zbrati za 327 milijard SIT lastniških certifikatov, kar je predstavljalo 58 % skupne vrednosti certifikatov. V PID-e je svoj certifikat vložilo kar 1,4 milijona oziroma 70 % vseh imetnikov lastniških certifikatov.

2. OPREDELITEV POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE IN POOBLAŠČENE DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE

2.1. Opredelitev pooblaščene investicijske družbe

Delovanje pooblaščenih investicijskih družb in pooblaščenih družb za upravljanje je urejal Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94) in Zakon o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 50/99).

Pooblaščene investicijske družbe (PID) so bile ustanovljene z namenom zbiranja lastniških certifikatov in odkupa delnic, izdanih in prenesenih na sklad RS za razvoj, v

skladu z Zakonom o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPP, 1992). Igrale so vlogo posrednika med posameznimi imetniki lastniških certifikatov in podjetji, ki so se lastninila v procesu privatizacije.

Pooblašcene investicijske družbe so bile vključene v množično privatizacijo predvsem z namenom:

1. da prispevajo k hitrejši privatizaciji;
2. da zmanjšajo tveganost naložb lastniških certifikatov malih delničarjev razpršenostjo naložb v več podjetij;
3. da z večjo koncentracijo lastništva prispevajo k učinkovitejšemu obvladovanju privatiziranih podjetij in tako pomagajo pri prestrukturiranju podjetij;
4. da prispevajo k razvoju trga kapitala.

Pooblaščeno investicijsko družbo je lahko ustanovila in upravljala samo pooblaščena družba za upravljanje, ki je morala pridobiti ustrezno dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev. Najnižji znesek osnovnega kapitala družbe je bil 100 milijonov SIT. Pooblaščena družba za upravljanje je lahko ustanovila več pooblaščenih investicijskih družb, vendar pa kapital pooblaščenih investicijskih družb, ki jih je upravljala ena družba za upravljanje, skupaj ni smel presegati 10 % kapitala vseh pooblaščenih družb za upravljanje v Sloveniji, kar naj bi zagotovilo dovolj veliko konkurenco med posameznimi družbami.

V pooblašcene investicijske družbe so vlagali zlasti tisti, ki niso imeli možnosti ali znanja, da bi certifikate vložili drugam. To so bili:

1. zaposleni v podjetjih, ki niso izvedla interne razdelitve ali notranjega odkupa,
2. zaposleni v šolstvu, državni upravi in drugih podjetjih, ki se niso lastninsko preoblikovala,
3. upokojenci, ki niso vložili certifikata v podjetje, v katerem so bili zaposleni,
4. brezposelni, katerih podjetja so šla v stečaj,
5. še nikoli zaposleni,
6. otroci, ki kot družinski člani niso mogli sodelovati v interni razdelitvi v podjetjih, kjer so bili zaposleni njihovi starši.

Z vidika vlagatelja so bile prednosti naložb v te družbe predvsem diverzifikacija premoženja, zmanjšanje tveganosti naložb, zagotavljanje stabilnih, vendar ne posebno visokih donosov ter strokovno upravljanje. Slabosti pa so bile predvsem nezmožnost vplivanja na upravljanje premoženja, upravljalska in ustanovitvena provizija in časovna vprašljivost dobičkonosnosti naložb.

Pooblašcene investicijske družbe so nastale zaradi potreb privatizacije, zato je bilo že na začetku zastavljeno, da bo njihova oblika prehodne narave. Zakon o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPSPID-A,

2002) je tako določil, da se pooblašcene investicijske družbe morajo najkasneje do 31.12.2003 uskladiti z določbami Zakona o investicijskih družbah in družbah za upravljanje, ki valjajo za redne investicijske sklade, ali pa se preoblikovati v redne delniške družbe.

V nadaljevanju opredelim pooblašcono družbo za upravljanje, s katero je pooblašcana investicijska družba sklenila pogodbo o upravljanju. Po zakonu se sama kot taka ni mogla upravljati.

2.2. Opredelitev pooblašcene družbe za upravljanje

Pooblašcana družba za upravljanje (PDZU) je družba za upravljanje, ki je dobila posebno dovoljenje za upravljanje pooblašcene investicijske družbe. Poleg upravljanja pooblaščenih investicijskih družb ni smela opravljati nobene druge dejavnosti. Ustanovljena je bila kot delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo. Pooblašcana družba za upravljanje je lahko upravljala eno ali več pooblaščenih investicijskih družb. Najnižji znesek osnovnega kapitala pooblašcene družbe za upravljanje je bil 50 milijonov SIT, če je upravljala le eno pooblašcono investicijsko družbo. Za vsako naslednjo v upravljanju pa je morala povečati osnovni kapital za 25 milijonov SIT.

Družbeniki oziroma delničarji pooblašcene družbe za upravljanje po zakonu so bile lahko vse pravne in fizične osebe, z izjemo: Republike Slovenije ali pravne osebe, katerih večinski lastnik je država, pravne osebe, ki imajo med viri sredstev v bilanci stanja družbeni kapital, in pravne osebe, ki so s temi družbami v razmerju odvisne ali obvladujoče družbe. Banka in zavarovalnica sta bili lahko lastnik pooblašcene družbe za upravljanje, četudi sta deloma ali v celoti v državni lasti. Tujci so bili lahko lastniki največ 10 % delnic, za pridobitev večjega deleža pa so morali pridobiti soglasje Agencije za trg vrednostnih papirjev in Ministrstva za ekonomske odnose in razvoj.

Za varno in zanesljivo delovanje PDZU-jev je zakon predpisoval predvsem naslednje zahteve: ločitev premoženja iz naslova lastniških certifikatov od premoženja družbe za upravljanje, obvezno minimalno višino osnovnega kapitala, razpršenost naložb, zahtevano usposobljenost vodilnih kadrov, javno objavo informacij, ki so vezane na poslovanje obeh družb, in njihovo preverjanje preko Agencije za trg vrednostnih papirjev.

PDZU-ji so morali upoštevati vsa zakonska določila, ki so veljala za PID-e. V primeru hujših kršitev delovanja in upravljanja je zakon predvideval ustrezne sankcije in sicer odvzem licence za upravljanje teh družb. Ustanovitelji PDZU-jev so bile predvsem banke, zavarovalnice in borzno posredniške hiše, ki so tudi najbolj zastopane institucije na finančnem trgu.

3. USTANAVLJANJE PID-OV IN STATUSNE SPREMEMBE

Z obljubami o varnih in donosnih naložbah ter zelo uspešnim marketingom so si PDZU-ji pridobili veliko naklonjenost državljanov. Najbolj uspešna pri pridobivanju lastniških certifikatov je bila pooblaščen družba NFD s sedežem v Ljubljani, ustanovljena s strani štirih bank in zavarovalnice: A banka, Gorenjska banka, Dolenjska banka, Banka Celje in Adriatic zavarovalna družba. Zbrala je za 40,6 milijard SIT lastniških certifikatov. Za njo sledijo pooblaščen družba Triglav (33,3 milijard SIT), KBM Infond (30,2 milijard SIT), Atena (28,5 milijard SIT), Kmečka družba (26,9 milijard SIT), itd. Ob tem se je izkazalo, da so družbe, ki so bile v lasti bank in zavarovalnic, dobile večje zaupanje državljanov, kar pa ni niti presenetljivo (podatki so iz leta 1997, Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 74).

Do konca leta 1996 je bilo v Sloveniji ustanovljenih kar 68 PID-ov, ki jih je upravljalo 24 PDZU-jev. Leto kasneje so bili ustanovljeni še štirje PID-i, en PDZU (pooblaščen družba Proficija Dadas) pa je izgubil dovoljenje za upravljanje. V naslednjih letih se je zaradi združevanja in preoblikovanja PID-ov začelo njihovo število manjšati. Decembra leta 2003 smo imeli na slovenskem kapitalskem trgu 18 PID-ov, ki jih je upravljalo 13 PDZU-jev.

Tabela 1: Prikaz PDZU-jev in PID-ov, ki so delovali na dan 30.12.2003

PDZU	Kapital v upravljanju PDZU (v mio SIT)	PID	Kapital PID-a (v mio SIT)
Arkada d.o.o.	12.026	Arkada Ena	12.026
Aktiva d.o.o.	17.020	Atena d.d.	17020
Cap invest d.o.o.	5.616	Nika PID d.d.	4.158
		Nika PID 2 d.d.	1.458
DUS Krona d.o.o.	12.501	Krona Senior d.d.	12.501
Intara DZU d.o.o.	8.457	Mercata d.d.	4.670
		Mercata 1 d.d.	3.787
KBM Infond d.o.o.	11.899	Infond d.d.	11.899
Krekova družba d.d	12.998	PID Zvon 2 d.d.	12.998
LB Maksima d.o.o.	19.255	Maksima d.d.	4.418
		Pomurska inv. dr. 1 d.d.	10.798
		Poobl. Pomurska ID d.d.	2.039
Primorski sklad d.d.	8.454	Modra linija d.d.	9.670
Pulsar d.o.o.	4.825	Trdnjava d.d.	3.365
		Trdnjava 1 d.d.	1.460
S Hram d.d.	5.707	Setev d.d.	5.707
Triglav d.o.o.	8.652	Triglav Steber d.d.	8.652
Vizija d.o.o.	3.079	Vizija d.d.	3.079

Vir: Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov, 2004.

Že ob samem zaključku privatizacije se je veliko PDZU-jev odločilo za izvršitev statusnih sprememb skladov, za združitev oziroma pripojitev svojih PID-ov k enemu PID-u. Razlog za ta korak je bila večja racionalnost v upravljanju. Pri tej naj se položaj delničarjev ne bi spremenil, saj se PDZU-ji že od samega začetka niso razlikovali med naložbenimi politikami svojih PID-ov. S tem se je število PID-ov v tem letu bistveno zmanjšalo. Nekateri PDZU-ji so se po združitvi v en PID odločili za razdružitev tega na dva nova: *polnega* in *praznega*. Vsi neizkoriščeni certifikati so se znašli v praznem PID-u, polni PID, ki je bil brez neizkoriščenih certifikatov, pa je bil tako primeren za vključitev v borzno kotacijo. S tem so vlagateljem zagotovili večjo transparentnost poslovanja ter jim omogočili, da so lahko vsaj del svoje naložbe prodajali po višji ceni. Poleg tega so se PDZU-ji zavarovali tudi pred negotovostjo zapolnitve oziroma nezapolnitve privatizacijske vrzeli.

Hkrati s statusnimi spremembami PID-ov se je njihovo število zmanjševalo tudi s preoblikovanjem v druge pravne oblike. Prvo preoblikovanje je bilo leta 1997, ko se je PID Dadas 1 preoblikoval v holding Oktans.

Za primer vseh omenjenih sprememb navajam investicijski sklad NFD 1, ki je danes eden najuspešnejših investicijskih skladov na slovenskem finančnem trgu. Sklad je nastal s pripojitvijo pooblaščenih investicijskih družb (Štajerski investicijski sklad, Gorenjski investicijski sklad, Dolenjski investicijski sklad in Adriatic investicijski sklad) k družbi Prvi investicijski sklad na začetku leta 1998 in nato z razdružitvijo le-te na dve pooblaščenim investicijskim družbam NFD 1 in NFD 2. Vsi delničarji zgoraj navedenih PID-ov so postali delničarji novo ustanovljenih družb. Ker sklad NFD 1 po razdružitvi med sredstvi ni imel več neizkoriščenih lastniških certifikatov, je lahko začel z usklajevanjem svojih naložb z Zakonom o investicijskih družbah in družbah za upravljanje. Tako je januarja 2002 predložil vlogo Agenciji za trg vrednostnih papirjev za ugotovitev uskladitve z določbami o investicijskih družbah. Po prejeti ugotovljeni odločbi s strani Agencije sklad NFD 1 od julija 2002 posluje kot investicijska družba. (Nacionalna finančna družba, 2003).

4. POSLOVANJE PID-OV

PiD-i so kot privatizacijski posredniki v zameno za certifikate kupovali premoženje Sklada RS za razvoj in kasneje Slovenske razvojne družbe, kot njenega pravnega naslednika. Nakupi so potekali na dražbah in javnih prodajah. Izbirati so morali tisto kar jim je bilo ponujeno, zato najdemo v strukturi njihovih naložb strukturo slovenskega gospodarstva, ki se je privatiziralo.

Že zelo kmalu po prvih dražbah Sklada za razvoj je postalo jasno, da PID-i vseh zbranih certifikatov ne bodo mogli zamenjati za deleže v podjetjih. Pojavila se je t.i. privatizacijska vrzel ali luknja. Predstavljala je razkorak med vrednostjo izdanih certifikatov in vrednostjo družbenega premoženja, namenjenega lastninjenju z lastniškimi certifikati. Pri PID-ih se je pokazala kot neporabljen del certifikatnih

sredstev v aktivi, 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.

Vzroki nastanka privatizacijske vrzeli so bili predvsem naslednji:
(Žnidaršič Kranjc, 1999, str.164):

- napačno ocenjena višina družbenega premoženja;
- možnost prevrednotenja sredstev, izkazanih v knjigah podjetij na dan 31.12.1992, kar je bila edina znana kategorija za potrebe lastninjenja na dan 1.3.1993;
- izločitev sredstev po zakonu o denacionalizaciji;
- izločitev deležev države na podlagi Zakona o gospodarskih javnih službah iz družbenega premoženja;
- popusti za nakupe delnic v notranjem odkupu;
- možnosti izkoristka neizplačane plače iz preteklega obdobja za lastninjenje;
- možnost izbrati kot osnovo za lastninjenje najnižjo vrednost po za podjetje najugodnejši cenitvi;
- dogovor med družbami za upravljanje o skupnem nastopanju na dražbah Sklada za razvoj, kar je pomenilo, da se delnice niso prodajale po višjih cenah, kot so bile ponujene v odkupu;
- pritiski na večanje obsega certifikatov, izdanih posameznemu državljanu.

Vrzel je predstavljala pereč problem v privatizaciji, saj so PID-i lahko do leta 1997 zamenjali le 30 odstotkov zbranih certifikatov, v PID-e pa je lastniške certifikate vložila več kot polovica državljanov RS.

Višina in način zapolnitve privatizacijske vrzeli nista bila znana do konca leta 1998. Šele oktobra je Ministrstvo za ekonomske odnose in razvoj objavilo Sklep o ugotovitvi vrednosti premoženja. Po podatkih Ministrstva so PID-i zbrali 327,2 milijarde SIT lastniških certifikatov, od tega so za premoženje od Slovenske razvojne družbe zamenjali 169,8 milijarde SIT lastniških certifikatov, vrednost neizkoriščenih certifikatov pa je znašala 157,4 milijarde SIT. Vrednost deležev oziroma podjetij, nad katerimi je bil začel stečajni postopek, ki so bile na podlagi Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij namenjene za razdelitev PID-om, in naj bi se odštela od skupne vrednosti neizkoriščenih certifikatov, pa naj bi bila 8,5 milijarde SIT (Sklep o ugotovitvi vrednosti premoženja, ki se preda pooblaščenim investicijskim družbam za lastniške certifikate, 1998). Ker je imela Slovenska razvojna družba še 29 milijard SIT

premoženja namenjenega predaji PID-om za certifikate, je tako znašala vrednost privatizacijske vrzeli 119,9 milijarde SIT.²

Vlada, ki je bila po zakonu o zaključku lastninjenja zadolžena za opredelitev seznama dodatnega premoženja, je objavila vrsto seznamov za zapolnitev vrzeli. Med najbolj odmevnimi je bil poizkus odprave privatizacijske vrzeli s pokojninskimi boni, ki ga je predstavila leta 1999. S poizkusom je hotela država »odpraviti dve muhi na en mah« in sicer odpraviti privatizacijsko luknjo, ter istočasno zmanjšati tudi pokojninsko luknjo. Ustanovila je pokojninski sklad, na katerega so se prenašali neizkoriščeni certifikati PID-ov. S tem je želela vzpostaviti del tretjega stebra pokojninskega sistema, ki zajema prostovoljno dodatno zavarovanje, iz bilanc PID-ov pa bi izginili odvečni certifikati. Kljub visokim pričakovanjem je bilo za pokojninske bone zamenjanih le 5,2 % vseh delnic PID-ov.

Konec leta 2001 je za zapolnitev privatizacijske vrzeli sveženj premoženja ponudila Slovenska razvojna družba. V svežnju so bili deleži in delnice 299 podjetij, ki so bili v lasti Kapitalskega in Odškodninskega sklada, 214 podjetij v državni lasti, podjetja, ki jih je imela na svojih računih še Slovenska razvojna družba, in 1,2 milijarde SIT kupnine. Premoženje je bilo pretežno netržno, skupna vrednost premoženja pa je znašala 72,4 milijarde SIT³.

Na uspešnost poslovanja PID-ov je v veliki meri vplivala država. Počasno polnjenje privatizacijske luknje in slabo premoženje sta se odražala v visokih kapitalskih odhodkih, slabim poslovanjem PID-ov in neustrezno naložbeno politiko. Vendar pa delež odgovornosti nosijo tudi upravljalci PID-ov, ki so zaradi pomanjkanja znanja, nedorečenosti pravil obnašanja družb za upravljanje, neenotnega nastopanja do podjetij in do regulatorjev, visokih provizij ter nepravilnosti pri upravljanju izgubljali zaupanje javnosti.

4.1. Naložbe PID-ov

Investiranje v delnice PID-ov naj bi bilo za vlagatelje dokaj varno, saj so PID-i z razpršitvijo naložb v različne vrednostne papirje tveganje premoženja močno zmanjšali. Praktično se z diverzifikacijo naložb odpravi nesistematično tveganje,

² Nad objavljeno oceno privatizacijske vrzeli so se PDZU-ji pritoževali, saj so leta 1996 izračunali, da znaša primanjkljaj 133 milijard SIT. Prav tako naj bi Ministrstvo precenilo vrednost podjetij v stečaju. Po njihovih ocenah naj bi bila vsota stečajev visoka največ 3 milijarde SIT.

³ PID-om sta bila že namenjena 10 % deleža Nove Ljubljanske banke in Nove Kreditne banke Maribor ter 12 % deleža Slovenske investicijske banke, vendar je država s Kapitalskim in Odškodninskim skladom ter Slovensko razvojno družbo aprila 2000 sklenila menjalno pogodbo, s katero je na sklada prenesla omenjene deleže bank v zameno za delnice in deleže 299 podjetij v njuni lasti, SRD pa pooblastila, da na PID-e prenese dobljene KAD-ove in SOD-ove delnice in deleže podjetij. Vendar pa se je kljub slabšemu premoženju PID-om le uspelo otresti Slovenskih Železarn in Tovarne dušika Ruše (Femc, 2000, str. 24).

ostane le sistematično tveganje, ki pa je odvisno od splošnih gospodarskih gibanj. Z vlaganjem zbranih sredstev v različne naložbe so tako PDZU-ji prevzemali naložbene odločitve in s tem tveganje, ki bi ga sicer nosili vlagatelji PID-ov sami.

Za zagotovitev minimalne razpršenosti naložb PID-ov je nalagal zakon ZISDU PDZU-jem omejitve, ki so se jih morali držati pri upravljanju portfelja PID-a. PID-i so imeli lahko v svojih naložbah (1994, 94. in 140. člen ZISDU):

1. največ 10 % naložb v vrednostnih papirjih istega izdajatelja oziroma z njim povezanega izdajatelja,
2. največ 20 % naložb v nepremičnem premoženju, ki so ga pridobili od Sklada republike Slovenije za razvoj,
3. do 10 % naložb v vrednostnih papirjih tujih izdajateljev in
4. največ 20 % vrednostnih papirjev posameznega izdajatelja – pravne osebe, ki so v poslovnem razmerju z osebami, ki so lastniki več kot 10 % delnic oziroma deležev PDZU-ja.

Omejitve so bile veliko manjše od omejitev splošnih investicijskih skladov, kar je bila predvsem posledica slabega premoženja, ki so ga PID-i dobili za zamenjavo lastniških certifikatov⁴. Manjše omejitve so omogočile, da so PID-i lahko prevzemali večinske deleže v podjetjih in imeli vlogo aktivnega lastnika⁵.

PID-i so svojo naložbeno politiko opredelili v javnih prospektih, ki so jih izdali pred začetkom zbiranja lastniških certifikatov in pred vstopom na sekundarni trg. Kar nekaj PID-ov se je v prvih prospektih odločilo za *regijsko* usmerjenost svojih naložb, vendar pa je ob spoznanju majhnosti slovenskega trga kasneje ta namera zbledela. V drugem prospektu je večina že navedla *vseslovensko* usmerjenost svojih naložb (nekateri so še navedle »pogojno« regijsko usmerjenost, kjer so dajale prednost tovrstnim naložbam ob pogoju enake donosnosti), prav tako se nobena od družb ni odločila za specifično usmerjenost naložb v okviru ene panoge, saj bi bila razpršenost naložb premajhna. Prednost so imele predvsem najbolj perspektivne panoge, kot so farmacevtska industrija, prehrabena in predelovalna industrija, trgovina in turizem (Prospekti za uvrstitev delnic PID-ov na borzo v letih 1997 in 1998, 2003).

Narava privatizacijskega premoženja, ki so ga prejeli PID-i, je omejila PDZU-je pri odločitvah glede naložbene politike lastništva. Pretežno netržno premoženje je onemogočalo PDZU-jem, da so izbrali izključno pasivno investicijsko politiko lastništva v portfeljskih podjetjih. Tako so se glede na investicijske interese, ki so jih

⁴ V Prilogi 1 so prikazane določbe zakonov ZISDU in ZISDU-1 glede razpršenosti naložb za splošne investicijske sklade in pooblašene investicijske družbe.

⁵ Z večjimi omejitvami bi se namreč PID-om samo otežilo izboljšanje portfelja. Takšno napako so naredili na Češkem, ko so svojim skladom omejili delež v lastništvu podjetij na 20 odstotkov. Skladi tako niso imeli dovolj moči, da bi aktivno upravljali slaba podjetja.

zastopali, PDZU-ji odločali med izrazito aktivno ter kombinacijo aktivne in bolj ali manj poudarjene pasivne investicijske politike lastništva. Pasivna investicijska politika se je odražala pri dobrih podjetjih, kjer so PID-i običajno prepuščali upravljanje podjetja vodstvu, ki so mu zaupali, da bo tudi v prihodnje vodilo podjetje po svojih najboljših močeh. Drugače je bilo pri slabih podjetjih, kjer so PDZU-ji z aktivno investicijsko politiko poizkušali izboljšati poslovanje podjetja.

Pri izvajanju aktivne investicijske politike je PID-e omejeval delež lastništva v posamezni gospodarski družbi. Ker je po Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij PID-om pripadal 20 % delež, so PID-i v majhnem deležu postali lastniki velikega števila podjetij. PID-i so tako le v redkih primerih postali lastniki večinskega deleža, ki je potreben za izvajanje aktivne investicijske politike lastništva. Skupaj s kapitalskim in odškodninskim skladom so lahko dosegli 40 % delež.

PDZU-ji so izvajali aktivno investicijsko politiko lastništva v podjetjih, ki so obetala najboljše možnosti za rast ali pa so bila več kot proporcionalno zastopana v portfelju PID-a. Nekateri PDZU-ji so organizirali dejavnosti aktivne investicijske politike lastništva tudi v okviru samostojne pravne osebe⁶.

Spodaj je podana tabela, ki prikazuje agregatno strukturo naložb PID-ov v obdobju 2000-2003. V prilogi pa se nahaja tabela struktur naložb posameznih PID-ov (glej Prilogo 2, str. 3).

⁶ Na primer: DZU NFD, za katero je v tem okviru poslovala družba NFD Investicijsko svetovanje d.o.o., ki je tudi v njeni 100-odstotni lasti.

Tabela 2: Agregatna struktura naložb PID-ov v obdobju 2000-2003

Vrednost (v tisoč SIT)		31.12.2000		31.12.2001		31.12.2002		31.12.2003	
		Vrednost	Delež (%)	Vrednost	Delež (%)	Vrednost	Delež (%)	Vrednost	Delež (%)
1.	Denarna sredstva	493.371	0,09	264.498	0,05	4.607.254	1,4	608.861	0,46
2.	Terjatve	5.665.059	0,99	13.584.460	2,48	5.218.399	1,61	2.441.859	1,85
3.	Kratkoročni VP	114.466	0,20	29.780	0,01	1.519.015	0,46	630.310	0,48
4.	Dolgoročni VP	332.409.101	57,96	306.824.262	55,98	254.906.780	77,72	101.210.201	76,79
4.1.	Domači (skupaj)	332.409.101	57,96	306.824.262	55,98	254.906.780	77,72	101.103.973	76,71
4.1.1.	Obveznice (skupaj)	4.292.105	0,75	8.217.497	1,50	4.592.537	1,40	4.301.692	3,26
4.1.1.1.	Republike Slovenije	1.464.429	0,26	5.126.562	0,94	1.518.150	0,46	1.614.003	1,22
4.1.1.2.	Druge obveznice	2.827.677	0,49	3.090.935	0,56	3.074.387	0,94	2.687.689	2,04
4.1.2.	Delnice (skupaj)	328.116.996	57,21	298.606.765	54,48	250.314.243	76,32	96.802.281	73,44
4.1.2.1.	na org.trgu VP	128.701.797	22,44	132.946.165	24,26	89.776.619	27,37	28.042.002	21,28
4.1.2.2.	zunaj org. trga VP	199.415.199	34,77	165.660.600	30,22	160.537.623	48,95	68.760.279	52,17
4.2.	Tuji (skupaj)	0	0,00	0	0,00	0	0,00	106.228	0,08
5.	Drugi VP	46.536.954	8,11	33.504.519	6,11	45.911.590	14,00	15.905.567	12,07
6.	Dep. v bankah in DFO	3.456.312	0,60	14.089.693	2,57	13.877.663	4,23	9.604.833	7,29
7.	Nepremičnine	564.989	0,10	469.690	0,09	1.888.224	0,58	1.402.041	1,06
8.	Neiz. last. certifikati	184.289.491	32,13	179.328.551	32,72	0	0,00	0	0,00
9.	Skupaj (1-8)	573.511.743	100,00	548.095.454	100,00	327.991.924	100,00	131.803.672	100,00
10.	Skupaj brez last. cert.	389.222.252	67,87	368.766.903	67,28	327.991.924	100,00	131.803.672	100,00

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2002 in 2003, 2005.

Iz tabele je razvidno, da so imeli PID-i veliko večji delež naložb v delnicah in deležih podjetij, s katerimi se trguje zunaj organiziranega trga vrednostnih papirjev, kot v tržnih vrednostnih papirjih (delnice na organiziranem trgu, obveznice, kratkoročni vrednostni papirji, tuji vrednostni papirji). Netržne naložbe so konec leta 2003 znašale 52 % sredstev PID-ov, delnice tržnih vrednostnih papirjev pa 25 % sredstev PID-ov⁷. Počasno polnjenje investicijskih skladov je PID-e oviralo pri uresničevanju njihovih naložbenih politik. Leta 2000 in 2001 pa je bilo v portfeljih PID-ov še 32 % neizkoriščenih certifikatov.

PID-i so bili vključeni v množično privatizacijo ne le z namenom, da prispevajo k zmanjšanju tveganosti naložb za male delničarje zaradi razpršenosti naložb v več podjetij, temveč tudi, da z večjo koncentracijo lastništva prispevajo k bolj učinkovitemu obvladovanju privatiziranih podjetij in da aktivno delujejo pri prestrukturiranju podjetij. Večino podjetij, ki so jih skladi dobili v svoj portfelj, je bilo

⁷ Boljše premoženje so imeli PID-i, ki so večino svojih certifikatov zamenjali na prvih dražbah, saj se je kasneje (predvsem na zadnji dražbi) ponudilo slabše premoženje. Skladi, ki so bili polni pred zadnjo dražbo, so bili: Vipa Invest Nanos, ID KD, PID Zvon Ena, Krona Krona, Pomurska inv. družba 1, NFD 1 IS, Zlata moneta I, Trdnjava 1 in Triglav steber I (Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov, 2004).

potrebno pred prodajo prestrukturirati, le manjši del portfeljev pa so predstavljale likvidne naložbe v podjetja, s katerimi je bilo možno trgovati.

Zaradi možnosti večinskega lastništva v podjetjih so imeli PID-i možnost izboljšati svoje premoženje ob uspešnem prestrukturiranju slabih podjetij. Vendar pa so predvsem manjši PID-i oziroma PDZU-ji, ki so jih upravljali, na žalost izkoristili tudi možnost izčrpavanja teh podjetij. Tudi upravljalska provizija, ki naj bi bila motivacija za uspešno upravljanje PID-ov, se je izkazala za neučinkovito, saj so si kljub velikim izgubam v prvih letih upravjalci PID-ov izplačevali velike provizije.

4.2. Uspešnost poslovanja PID-ov

Iz tabele 3, ki prikazuje bilanco uspeha PID-ov v obdobju od leta 1996 do 2000, je razvidno, da so PID-i skozi celotno obdobje delovali z izgubo. V letu 1996 je bila tekoča izguba 40 mrd SIT oz. 25 % investiranih sredstev. Izguba se je v naslednjih letih zmanjševala, vendar pa se je leta 2000 zopet znatno povečala. Osnovni vzroki omenjenih izgub so razvidni iz bilance uspeha. Glavni razlog izgub v vseh petih letih tako predstavljajo odhodki zaradi provizij, kapitalskih izgub in popravkov vrednosti. V letu 1996 so provizije, ki so si jih izplačevali PDZU-ji, znašale 9,5 mio SIT, v letu 1997 in 1998 dobrih 5 mio SIT, v letu 1999 6,8 mio SIT in v letu 2000 8,1 mio SIT. Večino kapitalskih izgub so privatizacijski skladi pridelali na račun razlik med vrednostmi, po katerih so delnice kupovali od Sklada za razvoj in tržno vrednostjo teh delnic. Skupna vrednost teh je v letu 1996 znašala 28,4 mio SIT, v letu 1997 10,8 mio SIT, v letu 1998 12 mio SIT, v letu 1999 13,2 mio SIT in v letu 2000 25,5 mio SIT. Popravki vrednosti so nastali predvsem zaradi popravkov vrednosti lastniških certifikatov. Del teh popravkov je bilo predpisanih z Zakonom o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju PID-ov, ki je določil zmanjšanje stanja lastniških certifikatov na računih PID-ov za vrednost delnic oziroma poslovnih deležev podjetij, nad katerimi je bil začel stečajni postopek. Ker je bil zakon sprejet junija 1999, se je večina teh popravkov izkazala v letu 2000. V letu 1997 so popravki vrednosti znašali 3,6 mio SIT, v letu 1998 4,9 mio SIT, v letu 1999 7,8 mio SIT in v letu 2000 60,1 mio SIT.

Tabela 3: Bilanca uspeha pooblaščenih investicijskih družb

A	1996		1997		1998		1999		2000	
Prihodki	v mio SIT	v %	v mio SIT	v %	v mio SIT	v %	v mio SIT	v %	v mio SIT	v %
1. obresti	265	4.3	236	2.2	807	6.68	440	2	1.325	5
2. dividende in udeležba v dobičku	2.904	47.6	4.178	39.93	4.173	34.56	4.574	25	4.896	19
3. realizirani kapitalni dobički	1.872	30.7	5.309	50.74	5.949	49.27	10.777	58	11.086	43
4. drugi prihodki	1.055	17.4	739	7.07	1.146	9.49	2.683	15	8.711	33
Skupaj	6.097	100	10.463	100	12.076	100	18.465	100	26.019	100
B										
Odhodki										
5. provizija	9.542	20.4	5.380	17.3	5.166	19.13	6.781	24	8.191	8
6. čiste nerealizirane kapi. izgube	24.271	52	7.815	25.5	8.666	32.09	8.152	28	16.015	16
7. realizirane kap. izgube	4.203	9	2.976	9.5	3.35	12.41	5.019	17	9.49	10
8. rezervacije			0.6		158	0.58				
9. transakcijski stroški			0.03		35	0.13	64		347	0
10. popravki vrednosti			3.604	11.7	4.913	18.19	7.756	27	60.115	60
11. drugi odhodki			10.229	33.3	4.718	17.47	984	3	5.548	6
12. ostalo	8.601	18.6								
Skupaj	46.617	100	30.644	100	27.005	100	28.759	100	99.708	100
C										
Izguba A-B	-40.519		-20.180		-14.93		-10.293		-73.689	
Dobiček			660		1.175		1.623		978	
Izguba			-20.840		-16.105		11.917		74.668	

Vir: Podberšček, 2002, str. 29.

4.3. Izplačevanje provizij

PDZU-ji so prejeli za svojo dejavnost upravljanja plačilo, in sicer do 3 % povprečne letne čiste vrednosti sredstev pooblaščenih investicijskih družb. Provizija naj bi bila stimulativen narave, ki bi PDZU-je dodatno spodbujala za boljše upravljanje premoženja PID-ov in optimalnega investiranja v gospodarske subjekte. Praksa žal ni prinesla pričakovanih rezultatov (Podberšček, 2002, str. 26).

PDZU-ji so si sprva obračunavali upravljalno provizijo od osnove, ki je zajemala tudi neizkoriščene certifikate v sredstvih PID-ov. Ta način se je izkazal za neprimeren, saj so zaradi počasnega lastninjenja in s tem počasne zamenjave certifikatov za realno premoženje PDZU-ji zadali PID-om dodatne izgube, ko so si zaračunavali provizijo za del sredstev, ki jih dejansko niso upravljali. Leta 1996 je bila skupna izguba PID-ov 40 milijard SIT, PDZU-ji pa so si istega leta zaračunali za 9,5 milijard SIT provizij. Tako obračunavanje je pomenilo zgolj izčrpavanje PID-ov, seveda na račun lastnikov.

Leta 1995 je bil sprejet Sklep o spremembi metodologije za izračun čiste vrednosti sredstev PID-a. Sklep je določil, da se izračuna čista vrednost sredstev PID-a vsak delovni dan tako, da se od vrednosti sredstev odštejejo: obveznosti, rezervacije in neizkoriščeni lastniški certifikati PID-a (Sklep o spremembi metodologije za izračun čiste vrednosti sredstev investicijskega sklada in vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada, 1995). S tem so se prihodki PDZU-jev bistveno zmanjšali, PID-i pa so se razbremenili kar precejšnega dela stroškov⁸.

Izkazalo se je, da fiksne provizije, ki so si jih obračunavali PDZU-ji niso pravilna spodbuda za upravljanje družb. PDZU-ji so bili deležni bogatih provizij, četudi so slabo upravljali s portfelji svojih PID-ov. Slabo upravljanje je bilo predvsem znak konkurenčne slabosti, saj se PID-om nikoli ni bilo potrebno bati za izgubo svojih vlagateljev. Zato bi morale biti prav upravljalne provizije tiste, ki bi motivirale PDZU-je za boljše poslovanje in s tem za večji blagor delničarjev PID-ov⁹.

4.4. Nadzor nad PID-i in PDZU-ji

4.4.1. Agencija za trg vrednostnih papirjev

Nadzor nad poslovanjem PID-ov in PDZU-jev je opravljala Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju besedila Agencija). Agencija je bila pristojna za predpis pogojev in postopkov poslovanja PID-ov in PDZU-jev, nadzirala je izpolnjevanje pogojev za ustanovitev obeh družb, ugotavlja pravilnost delovanja in upravljanja družb, predlaga zakonska določila itd.

V primeru, da je prišlo do pomanjkljivosti pri poslovanju ali nepravilnosti pri vodenju poslovnih knjig, je Agencija izdala odredbo, v kateri je določila rok, v katerem je bil PDZU dolžan odpraviti pomanjkljivosti. Če ta ni odpravil napak v določenem roku, je Agencija ukrepala v skladu s pooblastili in je lahko PDZU-ju odvzela tudi dovoljenje za upravljanje PID-a.

Nepravilnosti, ki so se pojavile pri delovanju PID-ov, lahko razvrstimo v štiri skupine:

- nakupi delnic PID-ov pred vstopom na borzo;

⁸ Neizkoriščeni lastniški certifikati niso bili edini vzrok za prenaplajenost osnove. Vrednost netržnih vrednostnih papirjev je dostikrat povsem računovodska špekulacija, medtem ko so tržni vrednostni papirji dokaj realno vrednoteni. S tem so si PDZU-ji, ki upravljajo slabše sklade, lahko zaračunali višje provizije od tistih z boljšimi portfelji.

⁹ Dr. Dušan Mramor, nekdanji predsednik strokovnega sveta ATVP in profesor na Ekonomski fakulteti: »Ne morem se izogniti misli, da je v času, ko sem se s tem še podrobno ukvarjal, zelo čutil politični interes, vlagatelje zakleniti v PID ali kakšno drugo obliko, da nekateri potem lahko delajo po svoje: prvič, so dobro nagrajeni, tudi če nič ne delajo, ker so pač plačani v odstotku na sredstva, drugič, ni nevarnosti, da bi jim kdo pobegnil, kar je mogoče pri vzajemnih skladih, in tretjič, te družbe imajo prek udeležb in povezav velik vpliv na preostalo gospodarstvo« (Toplak, 2000, str. 115).

- prodaje delnic in deležev podjetij pod ceno oziroma s provizijami;
- zastave delnic iz aktive PID-ov za obveznosti lastnikov, povezanih oseb ali PDZU-jev;
- nepravilnosti glede obveznosti razpršitve naložb investicijskega sklada v vrednostnih papirjih istega izdajatelja in z njim povezanih izdajateljev.

Kljub zakonski prepovedi prenosa delnic, je prihajalo do prodaj in nakupov delnic PID-ov pred njihovim vstopom na organiziran trg vrednostnih papirjev. Posli z delnicami PID-ov so se sklepali s terminskimi pogodbami na t. i. »sivem trgu«. Pri prodaji se je izvedel podpis prodajne pogodbe in predaja kupnine, sprememba lastništva v delniški knjigi pa se zaradi nezakonnosti ni opravila. Ponudniki delnic so bili delničarji PID-ov, ki so čakali na čimprejšnje unovčenje svojih delnic. Kdo pa so bili pravi kupci delnic, je težko ugotoviti, saj so se posli sklepali preko različnih akviziterjev, prenosi lastništva pa so bili zaradi omejitev prenosljivosti nepregledni. Največji sum je padel na PDZU-je, ki so z nezanimanjem takšnih akcij v določeni meri to tudi potrdile (Zajec, 2000, str. 33).

Do prodaj delnic in deležev podjetij pod ceno je prihajalo zlasti ob prvih prodajah naložb PID-ov, večinoma v škodo delničarjev PID-ov. Omenjenih primerov je bilo verjetno več, vendar je Agenciji uspelo zbrati dokaze in na tej osnovi odvzeti dovoljenje za upravljanje le PDZU-ju Divida leta 1997.

Na podlagi obtožb zaradi zastave delnic iz aktive PID-ov za obveznosti drugih je leta 1998 Agencija odvzela dovoljenje za upravljanje PDZU-jema A-Trust in Nika. Družbi sta zastavili delnice iz aktive PID-a za tretje osebe, in sicer za kredite, ki so jih najele s PDZU-jem povezane osebe.

Leta 2002 je bilo odvzeto dovoljenje še družbi Pulsar, in sicer zaradi kršitev določb glede obveznosti razpršitve naložb investicijskega sklada v vrednostnih papirjih istega izdajatelja in z njim povezanih izdajateljev.

4.4.2. Lastniški nadzor nad PID-i

Lastniki PID-ov so postali vsi, ki so v PID vložili svoj certifikat. V tej povezavi je zakon ZISDU v 58. členu določal, da ima posamezna fizična ali pravna oseba lahko posredno ali neposredno v lasti največ 5 % vseh delnic PID-ov. Namen strogih zakonskih določil o lastništvu je bil v zaščiti interesov malih lastnikov nad morebitno nadvlado večjih posameznikov ali skupin. S tem naj bi bila malim delničarjem zagotovljena možnost, da bi prav tako lahko vplivali na delovanje družbe. Toda, posledično je bilo lastništvo PID-ov zelo razdrobljeno, vpliv posameznega delničarja na upravljanje njegovega premoženja pa praktično onemogočen.

Vpliv malih investitorjev se je zmanjšal tudi z možnostjo zbiranja pooblastil za glasovanje na skupščini. Omenjena pooblastila so lahko zbirali tudi PDZU-ji, ki so imeli do vpisa delnic skladov v Klirinško depotno družbo edini dostop do evidence delničarjev.

Iz Tabele 4 je razvidno, da so v letu 1996 PDZU-ji zbrali v malih skladih kar 72 % vseh glasov, malo manj, 70 %, v velikih skladih in 51 % v srednjih skladih. Skupaj v vseh skladih so zbrali 65 % vseh glasov. To kaže, da so PDZU-ji preko pooblastil za glasovanje na skupščini obvladovali sklade, ki so jih upravljali. Delničarji niso imeli več nadzora nad upravljanjem svoje lastnine, ampak so nadzor »vršili« kar PDZU-ji sami. Da bi prišlo do prekinitve pogodbe o upravljanju, je bilo tako le malo verjetno.

Tabela 4: Povprečen delež glasov delničarjev, ki so jih zbrali pooblaščenca, in povprečen delež glasov delničarjev, ki so jih zbrale družbe za upravljanje v letu 1996 (v %)

SKUPINA SKLADOV	VSI POOBLAŠČENCI	DZU-POOBLAŠČENEC
Mali skladi (do 4 mlrd)	91%	72%
Srednji skladi (od 4 do 8 mlrd)	52%	51%
Veliki skladi (nad 8 mlrd)	84%	70%
Skupaj skladi	76%	65%

Vir: Simoneti, 1997, str. 62.

Problemi lastniškega upravljanja so se nanašali tudi na drugi najpomembnejši organ PID-a, to je nadzorni svet. Zakonski predpisi so določali, da morajo tričlanski nadzorni svet sestavljati neodvisni strokovnjaki, ki ne smejo biti osebe, ki so zaposlene pri družbi za upravljanje, depozitorju in banki, ki nudita storitve skladu, ali osebe, ki v teh pravnih osebah opravljajo funkcijo člana uprave oziroma člana nadzornega sveta (1994, 65. člen ZISDU). Imenovanje in odpoklic članov nadzornega sveta je določala skupščina. Če sklepamo iz zgornjih ugotovitev, ni nenavadno, da se je pogosto ugotavljalo, da so bili člani nadzornih svetov povezane osebe z lastniki in upravami PDZU-jev. S tem je tudi članstvo v nadzornih svetih postala sporna tema pri ugotavljanju uspešnosti upravljanja PID-ov.

V nadaljevanju bomo videli, da so tudi pri preoblikovanju PID-ov imeli odločilno vlogo prav PDZU-ji. Navsezadnje je bil zaradi njih leta 1998 uveden moratorij na preoblikovanje PID-ov v redne delniške družbe. Ta preoblikovanja so namreč najpogosteje vodila do okoriščenja malih lastnikov s strani PDZU-jev.

Zgoraj omenjene probleme bi se dalo rešiti s prepovedjo zbiranja pooblastil za glasovanje na skupščini s strani PDZU-jev in eksplicitno opredelitvijo pristojnosti in

odgovornosti nadzornih svetov. S tem bi dosegli ugodnejše razmerje moči med lastniki in PDZU-ji, ki je bilo izrazito v korist PDZU-jev.

4.5. Prihod PID-ov na borzo

Prihod PID-ov na borzo je zaznamovalo leto 1998. Do takrat se z njihovimi delnicami ni dalo trgovati oziroma je bilo po zakonu določeno, da delnice PID-ov niso bile prenosljive s pravnimi posli med živimi. Pogoji za borzno kotacijo je bil, da ima sklad večino (nad 90 %) certifikatov zamenjanih za delnice podjetij, vendar pa je bil zaradi trgovanja z delnicami na sivem trgu kasneje odpravljen (oziroma je Agencija določila, da lahko PID-i kotirajo na izvenborznem trgu C, četudi ne izpolnjujejo teh pogojev).

Uvrstitev delnic PID-ov na borzo je delničarjem privatizacijskih skladov po eni strani zagotovila likvidnost njihovih delnic in jim omogočila opravljanje lastniške funkcije. Upravljalcem PID-ov pa je bila končno zagotovljena možnost, da so lahko svoje delnice PID-ov, ki so jih dobili namesto izplačila letne provizije in namesto povrnitve stroškov ustanovitve, začeli prodajati naprej in izvrševati pravice upravljanja, ki jim na podlagi teh delnic pripadajo.

Ljubljanska borza je začela indeks delnic pooblaščenih investicijskih družb (PIX) izračunavati 1. 2. 1999. Revizije sestave indeksa PIX potekajo štirikrat na leto, in sicer 15. 3., 15. 6., 15. 9. in 15. 12. Na dan 31.12.2004 ga je sestavljalo 11 delnic ID: Triglav Steber I, NFD 1, Infond ID, KD ID, ID Maksima, Zlata Moneta 1, Krona Senior, PID Zvon Ena ID, Modra Linija, Infond ID 1 in Vipa Invest.

V indeks PIX so vključene vse izdaje delnic investicijskih skladov, ki izpolnjujejo pogoje za uvrstitev v indeks. Indeks PIX je ponderiran s celotno tržno kapitalizacijo delnic, zato je gibanje vrednosti indeksa PIX primerljivo z gibanjem indeksa SBI 20, ki se izračunava po enaki metodologiji. Ob koncu leta 2004 je indeks PIX znašal 4.513,38 točk, indeks SBI 20 pa 4.904,48 točk.

Tabeli spodaj prikazujeta tržno kapitalizacijo vrednostnih papirjev in obseg prometa z njimi za zadnjih nekaj let.

Tabela 5: Tržna kapitalizacija vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi (v mio SIT)

	31.12.01	Delež (v %)	31.12.02	Delež (v %)	31.12.03	Delež (v %)	31.12.04	Delež (v %)
Borzni trg	985.291	71,40	1.553.214	71,44	1.696.123	69,46	2.124.785	69,67
<i>Delnice</i>	697.253	50,53	1.010.570	46,48	978.082	40,05	1.232.948	40,43
<i>Obveznice</i>	288.038	20,87	542.644	24,96	718.041	29,40	891.837	29,24
Prosti trg	232.309	16,83	377.182	17,35	518.871	21,25	687.616	22,55
<i>Delnice</i>	152.735	11,07	222.537	10,24	361.601	14,81	472.881	15,51
<i>Obveznice</i>	72.881	5,28	147.095	6,81	157.270	6,44	214.735	7,04
<i>Pok. boni</i>	6.693	0,48	6.550	0,30	0	0,00	0	0,00
(P)ID	162.368	11,77	243.811	11,21	226.997	9,30	237.376	7,78
Skupaj	1.379.968	100,00	2.174.207	100,00	2.441.991	100,00	3.049.777	100,00

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2004, 2005.

Tabela 6: Obseg prometa z vrednostnimi papirji na organiziranem trgu

Leto	Obseg prometa (v mrd SIT)						
	Delnice	Obveznice	(P)ID	Pokoj. boni	Dolgoročni VP	Kratkoročni VP	Skupaj
1995	45,2	22,7	0	0	67,9	20,1	88,1
1996	67,1	13,2	0	0	80,3	6,7	87,0
1997	87,6	11,5	0	0	99,1	9,2	108,3
1998	133,8	22,1	10	0	165,9	7,5	173,4
1999	168,4	35,3	53,8	1,7	259,2	6,4	265,6
2000	145,3	56,4	62,8	1,9	266,4	3,2	269,6
2001	237,1	51,6	55,4	1,7	345,8	2,8	348,6
2002	278,8	110,6	85,7	5,2	480,3	0,7	481,0
2003	149,3	129,7	60,8	0	339,8	0,4	340,2
2004	223,1	113,6	60	0,0	396,7	0,0	396,7

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2004, 2005.

Tržna kapitalizacija PID-ov in ID-ov skupaj je ob koncu leta 2004 znašala 7,78 % tržne kapitalizacije celotnega trga, to je 237 mrd SIT od skupno 3.050 mrd SIT tržne kapitalizacije. Skupna vrednost prometa na organiziranem trgu pa je v letu 2004 znašala 396,7 mrd SIT, od tega je bilo prometa z delnicami PID-ov in ID-ov za 60,0 mrd SIT oziroma 15,1 % celotnega prometa.

Cene delnic PID-ov so bile nizke oziroma so bili diskonti PID-ovih delnic relativno visoki. Leta 2003 je bila povprečna tržna cena PID-ovih delnic, izračunana kot netehtana aritmetična sredina enotnih tečajev vseh delnic PID-ov, 74,7 SIT za delnico. Povprečne tržne cene, ki so jih dosegale delnice PID-ov na organiziranem trgu, so v istem letu znašale med 40,1 % in 51,3 % knjigovodske vrednosti delnice, to pa je diskont na knjigovodsko vrednost delnice med 48,7 % in 59,9 % (Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2003, 2005).

Preoblikovanje PID-ov je na tečaje njihovih delnic vplivalo različno, predvsem v odvisnosti od načina preoblikovanja. Največje spremembe v tečajih so bili deležni tisti PID-i, ki so se preoblikovali v investicijske družbe in v vzajemne sklade. Ker se pri preoblikovanju PID-a v investicijsko družbo ali v vzajemni sklad vrednost enote premoženja družbe približa tržni vrednosti vrednostnih papirjev, ki jih ima v portfelju, so tečaji teh družb rasli. Tečaji delnic PID-ov, ki so se preoblikovali v holding, so dosegali bistveno nižje vrednosti. Porast tečajev teh vrst PID-ov je bila predvsem tam, kjer večji lastniki še niso obvladovali PID-a in so ti porasli v primeru poskusa prevzema¹⁰.

Tabele 7, 8 in 9 (na str. 21 in 22) nam kažejo navadno likvidnost in tržno likvidnost delnic PID-ov v letu 2003 ter razvrstitev delnic v posamezne likvidnostne razrede. Kazalnik navadne likvidnosti nam pove, kolikokrat se je v opazovanem obdobju z vrednostnimi papirji dejansko trgovalo. Glede na odstotek dejanskega trgovanja v skupnem številu dni trgovanja na borzi lahko vrednostne papirje razdelimo v tri razrede likvidnosti. Večina delnic PID-ov spada med visoko likvidne, med srednje likvidne spadata Triglav Steber in Vizija, ter med nizko likvidne Maksima. Najvišjo tržno likvidnost - ta je izražena kot količnik med letnim prometom in tržno kapitalizacijo, je imela delnica Mercate, najnižjo pa delnica Mercate 1. Če razporedimo vrednostne papirje v razrede tržne likvidnosti, vidimo da večina delnic spada med nizko likvidne delnice, srednje tržno likvidna pa je bila le delnica Mercate.

¹⁰ Po nekaterih analizah je bilo leta 2001 med lastniki PID-ovih delnic še prek 70 odstotkov tistih delničarjev, ki so postali lastniki z vlaganjem certifikatov (Pinterič, 2003), zato naj bi se v prihodnje število strateških lastnikov, ki bodo prevzeli lastništvo, močno povečalo. V prihodnje naj bi na ceno delnice finančnih holdingov poleg koncentracije lastništva vplivala tudi dividendna politika teh družb. Ta bo odvisna od večjih lastnikov družb in njihovega prizadevanja za maksimiranje vrednosti delnice (Kovačič, 2002).

Tabela 7: Tržna likvidnost delnic PID-ov v letu 2003

PID	Cena delnice na 30.12.2003 (v SIT)	Število trgovanih dni oz. navadna likvidnost*	Promet v letu 2003 (v SIT)	Tržna kapitalizacija na 31.12.2003 (v SIT)	Tržna likvidnost v letu 2003 (v %)
ARKADA ENA	89,04	249	1.064.891.192	5.912.798.432	18,01
ATENA	89,90	249	2.039.261.088	12.218.838.331	16,69
INFOND PID	75,53	249	1.079.984.927	6.619.597.541	16,31
KRONA SENIOR	118,51	248	3.459.473.022	8.671.427.422	39,90
MAKSIMA	45,95	89	534.182.182	3.424.631.122	15,60
MERCATA	40,29	249	560.550.741	1.165.347.235	48,10
MERCATA 1	54,61	249	44.693.332	1.464.703.165	3,05
MODRA LINIJA	185,99	249	758.085.319	6.352.829.370	11,93
NIKA	38,19	249	89.962.569	1.244.027.717	7,23
NIKA 2	28,44	249	81.024.392	357.088.886	22,69
POMURSKA INV. D.	261,54	249	1.773.983.516	9.395.547.268	18,88
POOB. POM. I. D.	44,95	249	303.132.740	1.032.384.630	29,36
SETEV	36,50	249	284.448.185	1.586.625.435	17,93
TRDNJAVA	42,00	249	232.789.254	1.089.176.004	21,37
TRDNJAVA I	42,00	249	79.647.141	374.551.884	21,26
TRIGLAV STEBER	42,42	196	1.041.194.066	5.592.765.680	18,61
VIZIJA	55,00	206	174.057.181	1.171.478.110	14,86
ZVON DVA	53,27	249	2.607.393.477	7.523.040.408	34,66

*Celotno število dni v opazovanem obdobju je 249.

Vir: Interno gradivo Ljubljanske borze.

Tabela 8: Razvrstitev delnic PID-ov v posamezne likvidnostne razrede v letu 2003

1. VISOKA LIKVIDNOST	nad 90 %	Arkada Ena, Atena, Infond PID, Krona Senior, Mercata, Mercata 1, Modra linija, Nika, Nika 2, Pomurska inv.d., Poob.pom. I. d., Setev, Trdnjava, Trdnjava I, Zvon Dva
2. SREDNJA LIKVIDNOST	70 - 90 %	Triglav Steber, Vizija
3. NIZKA LIKVIDNOST	pod 70%	Maksima

Vir: Mramor, 2000, str. 70; interno gradivo Ljubljanske borze.

Tabela 9: Razvrstitev delnic PID-ov po posameznih razredih tržne likvidnosti v letu 2003*

1. VISOKA LIKVIDNOST	nad 96 %	
2. SREDNJA LIKVIDNOST	48 - 96 %	Mercata
3. NIZKA LIKVIDNOST	pod 48 %	Arkada ENA, Atena, Infond PID, Krona Senior, Maksima, Mercata 1, Modra linija, Nika, Nika 2, Pomu.i.d., Poob. Pom. i. d., Setev, Trdnjava, Trdnjava 1, Triglav steber, Vizija, Zvon DVA

*Razvrstitev delnic v razrede tržne likvidnosti je prilagojena razmeram na slovenskem kapitalskem trgu in zaradi plitkosti trga ni primerljiva s tujimi.

Vir: Mramor, 2000, str. 72; interno gradivo Ljubljanske borze.

Zaupanje v finančni trg se v zadnjih letih večja, zato lahko pričakujemo da bodo, ob rasti kotirajočih delnic, rastle tudi delnice družb, ki so nastale s preoblikovanjem PID-ov. Poleg tega v prihodnosti pričakujemo tudi lastninjenje premoženja, ki je v državni lasti - predvsem lastninjenje energetskega sektorja, ki ga je imelo v portfelju kar precejšnje število PID-ov (Pinterič, 2002, str. 68).

4.6. Javna podoba pooblaščenih investicijskih družb

PID-i so z glasnimi obljubami o donosnih in varnih naložbah pridobili veliko število državljanov ob začetku privatizacije, vendar se je s časovnim odmikom od trenutka nakupa delnice njihovo nezaupanje povečevalo. Delničarji PID-ov so se znašli v slabšem položaju od vlagateljev certifikatov, ki so sodelovali v javni prodaji, notranjem odkupu in interni razdelitvi. Vlagatelji v podjetja so že prejeli dividende ali kapitalske dobičke, medtem ko je bilo PID-ovim delničarjem kmalu jasno, da še nekaj časa ne bodo dobili ničesar. Svojih delnic niso mogli unovčiti vse do kotacije na borzi, njihova donosnost pa se je zaradi slabega upravljanja in nerešenega privatizacijske vrzeli vztrajno zmanjševala. Javno zaupanje v delovanje PID-ov je bilo slabo, PID-ov pa so se prijeli vse mogoči vzdevki od »grdih račkov privatizacije«, »spačkov privatizacije«, itd.¹¹

Raziskovalna skupina C.E.E.P.N. je v okviru projekta Razvoj trga kapitala v Sloveniji opravila dve raziskavi, in sicer leta 1999 raziskavo varčevalnih navad slovenskih gospodinjstev (vključenih je bilo 1.165 polnoletnih oseb, po ena oseba iz vsakega gospodinjstva) in raziskavo, ki je vključevala varčevalne navade in mnenja slovenskih investitorjev. V slednjo so bili zajeti največji delničarji – fizične osebe, tri največje javne delniške družbe (Krka, Lek in Mercator) in tri največje pooblašcene

¹¹ Vendar ne moremo reči, da so bile naložbe v PID-e najslabša možnost. Slabša od njih je bila seveda naložba v podjetje, ki je šlo kasneje v stečaj, na slabšem pa so bili tudi tisti, ki svojega certifikata sploh niso zamenjali, ker se jim je zdel ničvreden ali pa so nanj pozabili.

investicijske družbe (Infond Zlat, Nacionalna finančna družba 1, Triglav Steber 1) na Ljubljanski borzi po tržni kapitalizaciji (Kleindienst, 1999, 2001). Obe raziskavi sta dali pri nekaterih vprašanjih zelo podobne rezultate. Mnenja vlagateljev o ugledu večine institucij, ki so pomembno povezane s slovenskim finančnim trgom, so bila zelo podobna mnenjem prebivalstva iz leta 1999. Pri obeh skupinah je največji ugled uživala Banka Slovenije, nadpovprečno visok je bil tudi ugled poslovnih bank in velikih slovenskih podjetij, medtem ko je bil na zadnjem mestu pri obeh skupinah ugled pooblaščenih investicijskih družb.

Tako kot prebivalstvo leta 1999 so tudi vlagatelji na vrh naložbenih možnosti po primernosti uvrščali nepremičnine. Oboji so na tretje mesto po primernosti naložb uvrščali delnice slovenskih podjetij, medtem ko so na drugo mesto gospodinjstva postavljala življenjsko zavarovanje, vlagatelji pa nacionalno varčevalno shemo. Prav tako kot njihove ponudnike pri merjenju ugleda so uvrščala tako gospodinjstva kot tudi investitorji delnice PID-ov na sam rep naložbenih možnosti. Gospodinjstva so jih dala celo na zadnje mesto, vlagatelji pa le pred kratkoročnimi deviznimi bančnimi vlogami.

Zanimiva je tudi ugotovitev, da so bile osebam, ki z vrednostnimi papirji najpogosteje trgujejo, najbolj priljubljene prav delnice PID-ov. Priljubljenost delnic PID-ov je bila tudi večja pri moški osebah in pri osebah, mlajših od 40 let, ki so bolj podvržene špekulacijam.

Javno mnenje o PID-ih se je v zadnjih treh letih izboljševalo. To je predvsem posledica zapolnitve privatizacijske vrzeli, rasti tečaja delnic, sprejetja novega zakona ZISDU-1 in tudi predvidenega sprejetja zakona o pravnih naslednicah PID-ov, ki naj bi izboljšal položaj delničarjev, predvsem v primeru preoblikovanja PID-ov v finančne holdinge.

5. PRIVATIZACIJSKI SKLADI V DRUGIH DRŽAVAH V TRANZICIJI

Podobno kot v Sloveniji so bili tudi v drugih vzhodnih in srednjeevropskih državah v proces lastninskega preoblikovanja vključeni privatizacijski skladi. Njihova vloga se zaradi uporabljenih različnih modelov lastninskega preoblikovanja v državah nekoliko razlikuje. Najbolj bogate izkušnje s privatizacijskimi skladi imata Češka in Poljska, zato bom v nadaljevanju opisala pomen privatizacijskih skladov v teh dveh državah.

Češka se je odločila za razdelitveno kuponsko privatizacijo. V privatizaciji je sodelovalo 1.849 srednjih in velikih podjetij, ki so bila ustanovljena kot javne delniške družbe. Vsi polnoletni državljani so lahko kupili kupone¹², ki so jih vložili neposredno v podjetja ali v privatizacijske sklade oziroma so jih razdelili med obe alternativni. V

¹² Cena kupona je znašala 1.035 CSK oziroma 34,5 USD.

prvem valu privatizacije so privatizacijski skladi zbrali 71,8 % vseh razpoložljivih kuponskih točk, v drugem valu pa 64 % (Coffee, 1998, str. 80-88). Skladi so bili vključeni v kuponsko privatizacijo z namenom, da zagotovijo večjo koncentracijo lastništva - enostavna razdelitev med državljane bi namreč pripeljala do prevelike razpršenosti lastništva in s tem do neučinkovitega upravljanja podjetij. Naloga privatizacijskih skladov je bila zbiranje kuponov od prebivalstva, zamenjava kuponov na kuponskih dražbah, oživitev sekundarnega trgovanja, povečanje premoženja investitorjev in upravljanje s podjetji v portfelju.

Ker je Češka vlada močno verjela v popolno konkurenco in omejene regulative, je postavila zelo ohlapna pravila za delovanje in upravljanje skladov. Sklep vlade, ki je začel veljati 5. septembra 1991, je za ustanavljanje privatizacijskih skladov določal le tri osnovne zahteve (Coffee, 1998, str. 81):

- ⇒ minimalni kapital privatizacijskih skladov mora znašati 100.000 CSK oziroma 3.330 USD;
- ⇒ člani nadzornega sveta morajo biti ustrezno strokovno usposobljeni (kar pa ni bilo nikoli natančneje opredeljeno in nikoli uveljavljeno v praksi);
- ⇒ privatizacijski sklad mora skleniti z banko pogodbo v kateri bo opredeljen kot njen depozitor.

Kasneje so bile sicer sprejete dodatne regulative za delovanje teh skladov, vendar so bile v primerjavi s podobnimi regulativami v drugih državah v tranziciji še vedno zelo liberalne.

V prvem valu privatizacije je bilo ustanovljenih kar 264 zaprtih investicijskih skladov, v drugem valu pa 195 zaprtih investicijskih skladov, 120 trustov zaprtega tipa in 38 trustov odprtega tipa. Zaprti investicijski skladi so bili enaki pooblaščenim investicijskim družbam v Sloveniji. Trusti odprtega tipa so bili enaki vzajemnim skladom, vendar pa investitorji niso smeli unovčiti svojih delnic od enega do treh let od vložitve v sklad, odvisno od odločitve sklada. Trusti zaprtega tipa so bili križanci med obema predhodnima oblikama, kjer investitorji niso imeli glasovalnih pravic, lahko pa so delnice prodali na borzi.

Možnost ustanavljanja trustov je bila predvsem posledica sovražnih prevzemov, ki so se dogajali med zaprtimi investicijskimi skladi. Privatizacijski skladi so bili uvrščeni na kapitalske trge takoj, zato so imeli delničarji možnost prodaje delnice skladov. Delnice nekaterih skladov so se prodajale po zelo visokih diskontih, kar pa je bila vabljiva priložnost ostalim skladom, da prevzemajo te sklade, jih nato likvidirajo in prodajo njihovo premoženje. Pri trustih do takšnih primerov ni moglo prihajati, saj so bili njihovi investitorji brez glasovalnih pravic.

V portfelj privatizacijskih skladov je prišlo veliko število čeških podjetij. Čeprav je bilo mišljeno, da bodo skladi pomagali pri prestrukturiranju podjetij, so analize češkega modela pokazale, da skladi niso učinkovito upravljali podjetij iz svojega portfelja. Ker je Zakon o družbah za upravljanje in investicijskih skladih dovoljeval le 20 % lastniški delež, skladi niso mogli aktivno upravljati podjetja. Tudi provizija, ki je bila le 2 %, ni bila posebno spodbudna. Tako so skladi v velikih primerih na vodilne položaje v podjetjih postavljali neustrezno kvalificirane managerje, ki so imeli predvsem nalogo pridobiti ustrezne informacije o vrednosti podjetij za njihovo nadaljno prodajo oziroma pridobiti likvidna sredstva z odprodajo premoženja podjetij. Večja izčrpavanja in goljufije so se dogajale predvsem v skladih, ki niso bili ustanovljeni s strani bank. Banke si namreč zaradi svojega ugleda in vloge kot posojilodajalca tega niso mogle privoščiti (Coffee, 1998, str. 101 - 114).

Češka zakonodaja ni uspela zaščititi malega delničarja. Družbe za upravljanje so v velikih primerih postale večinski lastniki svojih zaprtih investicijskih skladov in so sklade lahko po svoje upravljale¹³. Po koncentraciji lastništva mali delničarji niso mogli prodati svojih delnic po ceni, ki bi bile blizu čisti vrednosti sredstev. Diskonti delnic slabših skladov so v letu 1994 znašali od 70 % do 80 % na čisto vrednost sredstev, diskonti delnic skladov, ki so bili ustanovljeni od večjih finančnih institucij od 55 % do 70 % na čisto vrednost sredstev in diskonti delnic skladov s kvalitetnim premoženjem od 25 % do 45 % na čisto vrednost sredstev. Do leta 1997 je število delničarjev v privatizacijskih skladih padlo iz začetnih 5 milijonov na pol milijona (Coffee, 1998, str. 95 -117).

Delničarji trustov so bili brez glasovalnih pravic. To jih je po eni strani zaščitilo pred sovražnimi prevzemi, po drugi strani pa jim je odvzelo možnost vplivanja na delovanje družb za upravljanje. Z vidika delničarjev je bila pomanjkljivost trustov odprtega tipa tudi nezmožnost takojšnjega izplačila njihovih kuponov, pomanjkljivost trustov zaprtega tipa pa omejeno trgovanje z njihovimi delnicami (Coffee, 1998, str. 128 in 129).

Po koncu drugega vala privatizacije se je začela struktura privatizacijskih skladov hitro spreminjati, kar je bilo predvsem posledica preoblikovanj in združevanj skladov. Leta 1996 je bila sprejeta zakonodaja, po kateri se je 131 čeških zaprtih investicijskih skladov spontano preobrazilo v redne delniške družbe z glasovanjem na skupščinah delničarjev. Upravljalci zaprtih investicijskih skladov so težili k tovrstnim

¹³ Privatizacijski skladi oziroma njihove družbe za upravljanje so na začetku privatizacije z vabljivimi ponudbami spodbujali državljane k nakupu kuponov in vložiti le teh v privatizacijski sklad. V primeru vložitve kupona v sklad so družbe za upravljanje obljubljale odkup delnic skladov po enem letu od vložitve po ceni, ki bo enaka 10 kratni vrednosti stroškov kupona, ali pa so investitorjem dajale posojilo v zameno za 2 % delež pridobljenih delnic. S tem pa so postale pomembni lastniki v svojih skladih (Coffee, 1998, str. 80 - 90).

preoblikovanjem predvsem, da bi se izognili obračunavanju upravljalške provizije, objavljanju neto vrednosti aktive in portfelja ter regulaciji nadzornega organa. Sredstva preoblikovanih zaprtih investicijskih skladov so predstavljala preko 25 % sredstev vseh zaprtih investicijskih skladov. Kasneje je postala ta oblika preoblikovanja dovoljena samo pod pogojem, da so bili manjšinski delničarji pred preoblikovanjem izplačani po čisti vrednosti sredstev na delnico. Po letu 1997 so bile sprejete zakonodaje, po katerih so se morale vsi zaprti investicijski skladi in trusti zaprtega tipa preoblikovati v vzajemne sklade (Zajec, 2000, str. 43).

Začetnim hitrim uspehom privatizacije – jasnemu prehodu družbene lastnine v privatno, so sledili neuspehi in težave, ki so bili v večji meri posledica neustrezne zakonodaje, ki ni uspela ustrezno zaščititi malega delničarja, preprečiti sovražne prevzeme in spodbuditi učinkovitejše lastništvo. Kljub izpeljani privatizaciji, je ostala vloga države v podjetjih še vedno velika. Država je namreč imela pod kontrolo finančne institucije, ki so imele v lasti največje investicijske sklade, le ti pa v lasti velik del čeških podjetij.

Za Poljsko je značilna državno vodena privatizacija, ki je bila izpeljana skoraj centralnoplansko. Država je zelo natančno predpisala kakšna bo lastniška sestava podjetij, ki se bodo privatizirala. Sponzorirala je ustanovitev nacionalnih investicijskih skladov, zanje je izbrala upravljalce in predpisala razdelitev kapitala po posameznih podjetjih (Zajec, 2000, str. 46). V primerjavi s Čeko je v svoj program privatizacije vključila veliko manjše število privatizacijskih skladov. Ustanovljenih je bilo 15 nacionalnih investicijskih skladov, v portfelje katerih je prišlo 512 podjetij. Ti nacionalni investicijski skladi so predstavljali glavni steber programa (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 39).

Glavni namen privatizacijskega programa je bil, poleg hitre in obsežne privatizacije, dejansko prestrukturiranje podjetij. Vendar ni bilo mišljeno, da bodo skladi sami izvajali prestrukturiranje, temveč da bodo nudili svetovalno pomoč podjetjem in jim pomagali pri pridobivanju finančnih sredstev. Za takšno nalogo so bile z mednarodnim javnim razpisom izbrane upravljalške skupine posameznih skladov, ki so predstavljale konzorcije domačih in tujih investicijskih bank ter svetovalnih hiš (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 39).

Med nacionalne investicijske sklade je bilo razdeljenega 60 % osnovnega kapitala vsakega podjetja. Vsak nacionalni investicijski sklad je prejel kontrolne deleže v 30 srednje velikih podjetjih in sicer je kontrolni delež znašal 33 % osnovnega kapitala podjetja. S tem je vsako podjetje dobilo večinskega lastnika, t.i. »vodilni sklad«, ki je imel glavno vlogo pri prestrukturiranju podjetja. Nadaljnjih 27 % delnic vsakega podjetja je bilo razdeljenih ostalim 14. investicijskim skladom (Coffee, 1998, str. 113-114).

Po primarni strukturi naložb so bili poljski skladi kombinacija finančnega holdinga in zaprte investicijske družbe. S trgovanjem s portfeljskimi delnicami – z namenom, da konsolidirajo manjšinske deleže in tako postanejo večinski lastniki tudi v ostalih podjetjih, so postali vse bolj izključno finančni holdingi.

Leta 1996 so poljski državljani prejeli certifikate, ki so jih lahko zamenjali za deleže nacionalnih investicijskih skladov, vendar šele potem, ko so skladi že napolnili svoje portfelje. Zamenjava certifikatov je potekala na varšavski borzi. S tem so bili skladi avtomatično uvrščeni na ta trg. Za razliko od slovenskih in čeških državljanov poljski državljani niso imeli možnosti vlaganja certifikatov neposredno v podjetja.

Delnice privatizacijskih skladov so na sekundarnem trgu dosegale nizke diskonte in sicer so ti v začetnem obdobju privatizacije znašali le 11 % na čisto vrednost sredstev (Coffee, 1998, str. 123). Poljska zakonodaja ni vsebovala posebnih omejitev glede lastništva, bolj natančno so bila določena le pravila za konsolidacijo. V prvih treh letih je bilo dovoljeno vsako leto povečevati lastniške deleže v skladih za 10 % z obvezno najavo namena. Ko je bil dosežen prag 40%, ki je določen v poljskem zakonu o prevzemih, pa je bilo potrebno dati ponudbo za odkup preostalih delnic (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 40). S tem je bilo omogočeno malim delničarjem, da so lahko izstopali iz skladov ob cenah, ki so bile blizu čisti vrednosti sredstev.

S strani snovalca privatizacije so bila pričakovanja o uspešnosti skladov pri prestrukturiranju podjetij velika, vendar pa ni bilo mišljeno, da bodo skladi ostali lastniki podjetij. Program privatizacije je bil časovno omejen na 10 let. V tem času pa je moralo biti premoženje skladov v celoti prodano.

Poljska se je odločila za počasnejšo privatizacijo v primerjavi s Češko. Njena prednost je bila, da je, preden so podjetja prišla v roke privatnih lastnikov, vzpostavila ustrezna zakonska pravila, ki so zaščitila malega delničarja in spodbudila učinkovitejše prestrukturiranje podjetij. Ustanovljenih je bilo le 15 privatizacijskih skladov, katerih delovanje je bilo lažje nadzirati.

6. PREOBLIKOVANJE POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB

Z zaključitvijo procesa odprave družbenega premoženja se je PID-om končala njihova vloga privatizacijskega posrednika in preoblikovati so se morali v »redne« tržne institucije, ki jih poznajo vsa razvita gospodarstva.

Prehodna oblika PID-ov je bila predvidena že od vsega začetka. Tako je Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje določil, da se morajo PID-i do leta 2004 uskladiti z določbami zakona, ki veljajo za investicijske sklade. Če se v tem

roku ne uskladijo, se začne likvidacija pooblaščenih investicijske družbe ali pa se pooblaščen investicijska družba preoblikuje v redno delniško družbo (ZISDU, 1994, člen 143). Leta 1999 je bil s sprejetjem Zakona o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPSPID) rok za preoblikovanje skrajšan za dve leti, do 13. 7. 2002. Ker pa je država zamujala z zadnjo dražbo, s katero bi PID-i končno zamenjali preostale certifikate, se je izkazalo, da se PID-om ne bo uspelo preoblikovati do zastavljenega roka¹⁴. Zato je bil junija 2002 sprejet nov rok za preoblikovanje, in sicer do 31. 12. 2003 (ZPSPID-A, 2002).

Do začetka leta 2003 so imeli PID-i možnost preoblikovanja samo v dve obliki. Novi zakon pa je prinesel tudi možnost preoblikovanja v vzajemni sklad (ZISDU-1, 2002). Oblike v katere so se lahko PID-i preoblikovali so bile tako:

- vzajemni sklad¹⁵,
- investicijska družba,
- redna delniška družba oziroma holding.

Preoblikovanje PID-ov je potekalo že vse od leta 1997. Za njihovo preoblikovanje je bilo bistvenega pomena kakovost premoženja. Skladi, ki so bili polni pred zadnjimi dražbami, so imeli precej dobro premoženje in so imeli zato tudi možnost izbire, v katero od oblik se bodo preoblikovali. Skladi s premoženjem iz zadnje dražbe (teh je največ) pa so imeli v svojem portfelju tako slabe naložbe, da jim ni preostalo drugo kot preoblikovanje v redno delniško družbo ali holding, saj jim zakonska določila glede strukture samih naložb različnih institucionalnih investitorjev niso dovoljevala. Za preoblikovanje PID-ov v vzajemni sklad je bilo potrebno namreč imeti v portfelju najmanj 75 % tržnih vrednostnih papirjev, za preoblikovanje v investicijsko družbo najmanj 60 % in za preoblikovanje v holding največ 2 % tržnih vrednostnih papirjev.

¹⁴ Zadnja dražba je bila komaj 21. 12. 2001, po njej pa bi imeli PID-i samo pol leta časa, da uskladijo svoje naložbe z zeleno obliko preoblikovanja in se preoblikujejo. Poleg tega so tudi postopki za preoblikovanje in pridobitev soglasja Agencije trajali več kot leto dni.

¹⁵ Vzajemni sklad je ena od oblik investicijskih skladov. Investicijski skladi so finančne institucije, ki zbirajo kapital posameznikov z izdajo in prodajo svojih vrednostnih papirjev, katerih imetniki imajo nato lastniško terjatev napram njim. Zato jih uvrščamo med nederne finančne institucije, saj posredujejo pri prenosu finančnih prihrankov v nederne obliki in ne sprejemajo vlog, ampak si zagotavljajo sredstva z izdajo posrednih vrednostnih papirjev. Tako zbrana sredstva nalagajo predvsem v vrednostne papirje in sestavljajo svoja finančna premoženja, za katere je značilna velika razpršenost naložb, ki zmanjšuje tveganost portfelja (Fabozzi, Modigliani, 1992, str.15). Glede na organizacijsko obliko in vsebino pravic investitorja do investicijskega sklada delimo investicijske sklade na dve obliki: na odprte investicijske sklade ali vzajemne sklade in na zaprte investicijske sklade ali investicijske družbe. Odprte investicijske sklade imenujemo tudi sklade s spremenljivim obsegom kapitala, saj sklad stalno izdaja oziroma prodaja svoje enote premoženja in s tem spreminja obseg kapitala. Odprti investicijski skladi zagotavljajo investitorjem visoko stopnjo likvidnosti. Ti lahko kadarkoli zahtevajo, da jim investicijski sklad odkupi njihov investicijski kupon po skladih neto čiste vrednosti, ki predstavlja razliko med vrednostjo sredstev investicijskega sklada in vsemi obveznostmi do virov sredstev, izraženo na eno delnico. Zaprti investicijski skladi so skladi s fiksnim obsegom kapitala. Velikost sklada oziroma število delnic sklada je namreč določeno ob njegovi ustanovitvi in ostane fiksna oziroma se spremeni le z občasno izdajo novih delnic. Z delnicami sklada se trguje na sekundarnem trgu kapitala. Likvidnost delnic je manjša, saj investitorji ne morejo od investicijskega sklada zahtevati odkupa delnic, kot je to mogoče pri odprtih investicijskih skladih.

Zakonodajalec je v ZPSPID dovoljeval razdružitev PID-ov na posamezne dele in nato preoblikovanje vsakega izmed nastalih delov na svoj način¹⁶ (Pri večini PID-ov je bilo prav to način preoblikovanja.). S tem pa sta se kot možna načina preoblikovanja dodatno pojavila še dva, in sicer:

- preoblikovanje dela PID-ov v vzajemne sklade in preostalega dela v redne delniške družbe in
- preoblikovanje dela PID-ov v investicijske sklade in preostalega dela v redne delniške družbe.

V Tabeli 10 (na str. 38-39) je prikazan kronološki pregled preoblikovanja PID-ov. Prvi PID, ki se je preoblikoval, je bil leta 1997 PID Dadas 1. Za njim so se v naslednjem letu preoblikovali še PID-i Capinvest 1, Kompas sklad 3, Aktiva Avant 3 in Zlati medaljon. Vseh pet se je preoblikovalo v redno delniško družbo, vendar je pri tem prišlo do okoriščanja družb za upravljanje na račun delničarjev. Ker je obstajala nevarnost, da bi prišlo do takšnih kršitev v večjem številu, je Agencija za trg vrednostnih papirjev v začetku leta 1998 začasno zamrznila možnost preoblikovanja v redne delniške družbe, postavili pa so se tudi strožji pogoji za takšno preoblikovanje. Prepoved je trajala dve leti.

Po dveletnem premoru so se leta 2000 preoblikovali štirje PID-i. Trije so se ravno tako kot njihovi predhodniki preoblikovali v redne delniške družbe, PID Kmečka družba pa se je razdružil in preoblikoval v redno delniško družbo ter investicijsko družbo. Leta 2001 so se preoblikovali štirje PID-i in sicer v holdinge. V letu 2002 se je preoblikovalo sedem PID-ov, iz katerih je nastalo pet holdingov in tri investicijske družbe. Slednje iz preoblikovanj Triglava, NFD 1 in KBM Infonda. Leta 2003 je bilo zaradi vse bolj bližajočega roka preoblikovanj nekoliko več. Preoblikovalo se je štirinajst PID-ov. PID-i Maksima 1, Vipa Invest in Zvon Ena so se razdružili v investicijsko družbo in holding, PID Zlata moneta I se je v celoti preoblikoval v investicijsko družbo, ostali pa so se v celoti preoblikovali v holding. Leta 2004 se je zaključilo preoblikovanje PID-ov. Preoblikovalo se je osemnajst PID-ov, od katerih se je štirinajst v celoti preoblikovalo v holdinge, eden v vzajemni sklad in dva v investicijsko družbo. En PID pa se je razdružil in preoblikoval v holding ter investicijsko družbo. Do predpisanega roka se v skladu z določbami ZPSPID niso preoblikovali trije PID-i, in sicer Mercata, Mercata 1 in PID Maksima. Njihovo upravljanje je zato Agencija v skladu z določbami ZPSPID prenesla na nove upravljalce, ki so zaključili z njihovim preoblikovanjem.

¹⁶ PID se je lahko zaradi uskladitve z določbami ZISDU razdružil v investicijsko družbo in redno delniško družbo, če je imel v osnovnem kapitalu obeh družb vsak delničar PID-a, ki je zaradi razdružitve prenehal, enak delež, kot ga je imel v osnovnem kapitalu PID-a (ZPSPID, 1999, člen 33).

6.1. Preoblikovanje v vzajemni sklad

Možnost preoblikovanja PID-ov v vzajemni sklad, ki je veljala od sprejetja zakona ZISDU-1, je bila zelo dobrodošla, saj je predstavljala za male delničarje najboljšo možnost preoblikovanja.

Vzajemni skladi veljajo za institucionalno najbolj učinkovito obliko tako za upravljavce kot tudi za vlagatelje. Vlagatelji lahko zamenjajo vzajemni sklad kadarkoli želijo, med upravljavci pa obstaja neprestano tekmovanje za obstoječe in morebitne nove vlagatelje. Uspešni vzajemni skladi beležijo vstopne novih vlagateljev in osnova za provizijo se jim povečuje. Nasprotno pa neuspešni vzajemni skladi beležijo izstopne in zmanjšanje provizij, tako da so prisiljeni k odprodaji tržnih vrednostnih papirjev in so postopoma izločeni iz konkurenčne tekme. Nadzorni organi nadzorujejo predvsem strukturo naložb, ki mora zagotavljati visoko likvidnost vzajemnega sklada. Interesi upravljavcev in vlagateljev so usklajeni, zaščita vlagateljev pa je boljša zaradi možnosti izplačila neposredno od upravljavcev. Obseg premoženja, ki ga upravljajo neuspešni upravljavci, se lahko hitro zmanjša.

Za malega delničarja je zelo pomemben strog nadzor, ki ga nad vzajemnimi skladi vrši Agencija za trg vrednostnih papirjev. Skladi morajo Agencijo redno obveščati o svojem delovanju, poleg tega pa imajo z zakonom strogo določene omejitve glede naložb, ki so javno znane. Takšna preglednost poslovanja skladov bistveno zmanjšuje tveganje, kateremu so izpostavljeni njihovi upravičenci.

Po zakonu ZISDU-1 se je PID preoblikoval v vzajemni sklad tako, da je družba za upravljanje prenesla premoženje in obveznosti PID-a, ki ga upravlja, v vzajemni sklad, sprejela pravila upravljanja vzajemnega sklada in s skrbnikom¹⁷ sklenila pogodbo o upravljanju skrbniških storitev. Posamezen delničar PID-a je pridobil delež vseh investicijskih kuponov vzajemnega sklada, ki je bil enak njegovemu deležu v osnovnem kapitalu PID-a. PID se je preoblikoval v vzajemni sklad z dnem, ko je Agencija izdala odločbo, s katero je ugotovila, da se je PID uskladil z zahtevanimi določbami zakona (ZISDU-1, 2002, člen 192).

¹⁷ Zakon ZISDU-1 (2002) uvaja institut skrbnika. Vsaka DZU mora za račun investicijskih skladov, ki jih upravlja, s skrbnikom skleniti pogodbo o upravljanju skrbniških storitev. Naloga skrbnika je nadzorovati korektnosti delovanja DZU. Po zakonu je skrbnik definiran kot skrbnik premoženja investicijskega sklada ali vzajemnega prostovoljnega pokojninskega sklada ali kritnega premoženja pokojninske družbe, ki je lahko skrbniška banka ali druga finančna institucija, katere poslovanje ureja ZTVP-1 in katere glavna dejavnost so storitve v zvezi s poslovanjem z vrednostnimi papirji (ZISDU-1, 2002) (Evropska direktiva predvideva v funkciji skrbnika samo banke, in to le za odprte sklade, medtem ko so slovenski pripravljavci zakona ta mehanizem razširili tudi na zaprte sklade, poleg tega pa so določbe prilagojene tako, da bi te storitve lahko izvajala tudi Klirinško-depotna družba (Kodrič, 2002, str.18)).

Kljub vsem prednostim, ki jih prinaša oblika vzajemnih skladov, v Sloveniji ni bilo veliko PID-ov, ki bi izpolnjevali predpisano sestavo naložb za preoblikovanje v vzajemni sklad oziroma da bi se tudi čutili sposobne za to. Izmed vseh PID-ov se je v vzajemni sklad preoblikoval le en PID in sicer smo leta 2004 dobili vzajemni sklad Primus, ki je nastal iz PID-a Pomurska investicijska družba 1. Do sedaj so se v vzajemne sklade preoblikovale še tri investicijske družbe: Triglav steber 1, Vipa Invest in Modra linija, ki so nastale iz PID-ov.

Resno oviro preoblikovanju PID-ov v vzajemne sklade je predstavljal visok delež netržnih naložb med vsemi naložbami PID-ov. PID-i, ki bi se želeli preoblikovati v vzajemni sklad, bi morali prestrukturirati svoje naložbe tako, da bi najmanj 75 % vseh naložb predstavljale tržne naložbe. Konec leta 2002 je imelo izmed 29 PID-ov le 5 PID-ov v svojih portfeljih več kot 50 % tržnih naložb, konec leta 2003 pa od 17 PID-ov le 3 PID-i. Poleg vprašljive zmožnosti prestrukturiranja portfeljev PID-ov, ki so se želeli preoblikovati v vzajemne sklade, pa je obstajala vprašljiva tudi njihova konkurenčnost v boju z ostalimi skladi, ki so že bili prisotni na domačem trgu.

Pri preoblikovanju PID-ov v vzajemni sklad se je pojavljala tudi bojazen množičnega izstopa delničarjev. Z nastankom vzajemnega sklada bi lahko namreč delničarji unovčili kupon po čisti vrednosti sredstev, ki pa je bistveno višja od cene PID-ove delnice. Tako bi npr. imetnik delnice PID Maksima 1, ki je dne 31.4.2002 kotiral na trgu po ceni 83,49 SIT, bil pred veliko skušnjo, da bi kupon unovčil, saj je takrat čista vrednost sredstev PID-a znašala 151,36 SIT. Poleg tega je treba upoštevati dejstvo, da mali delničarji v PID-e niso vplačali denarja, ampak so vanje vložili podarjene certifikate. Niso torej investirali z željo pridobiti delež v skladih zaradi njihovih posebnosti oziroma prednosti, ki jih prinašajo, ampak je ta naložba kot posledica načina privatizacije. Da bi se preprečilo morebitno množično unovčenje kuponov, zakon ZISDU-1 predpisuje izstopno provizijo v prvem letu od preoblikovanja v vzajemni sklad od 0 do 20 odstotkov in v drugem letu od 0 do 10 odstotkov od vrednosti enote vzajemnega sklada¹⁸.

Ob povečanem izstopu vlagateljev obstaja nevarnost netransparentnosti samega preoblikovanja in zlorab ob unovčenju delnic po čisti vrednosti sredstev. Slednje bi lahko prizadelo predvsem male delničarje. Ker je velik delež delnic PID-ov v rokah upraviteljev (družb za upravljanje), bi ob preoblikovanju obstajala možnost, da družbe za upravljanje 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 tudi, da bi ob preoblikovanju prišlo do pospešenega unovčevanja delnic s strani družb za upravljanje, kar bi povzročilo prodajo najprej dobrih naložb

¹⁸ Vzajemni sklad Triglav steber 1 je imel prvo leto po preoblikovanju 12 odstotno, drugo leto pa ima 6 odstotno kazensko izstopno provizijo. Vzajemna sklada Modra linija in Vipa Invest imata prvo leto 10 odstotno, drugo leto pa bosta imela 5 odstotno kazensko izstopno provizijo.

vzajemnega sklada in posledično zniževanje čiste vrednosti sredstev za preostale delničarje ¹⁹(Zajec, 2000, str. 74).

Kljub zgoraj opisanemu pri preoblikovanju PID-a Pomurska investicijska družba 1 in investicijskih družb Triglav steber 1, Vipa Invest in Modra linija v vzajemne sklade ni prišlo do množičnega unovčenja kuponov. Skladi, ki so imeli potencialno možnost preoblikovanja v vzajemni sklad, so poslovali dobro, poleg tega pa so k zmanjšanju izplačil oziroma unovčenj prispevale tudi dokaj visoke izstopne provizije. V primerjavi z ostalima možnima načinoma preoblikovanj s preoblikovanjem PID-a v vzajemni sklad mali vlagatelji nedvomno največ pridobijo. Poslovanje teh družb je pregledno, naložbe so javno znane in tveganje je na precej nizki ravni.

Da je preoblikovanje v vzajemne sklade izvedljivo lahko pogledamo tudi na primeru preoblikovanja privatizacijskih skladov na Češkem. Tam so ugotovili, da med glavne deformacije delovanja privatizacijskih skladov sodi predvsem njihova nedodelana dvojna vloga (upravljanje podjetij in upravljanje potrfeljev), 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 našete 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. Ker je iz izkušenj razvitih držav znano, da je vzajemni sklad institucionalno najbolj učinkovita oblika kolektivnega investiranja, se je regulator odločil za obvezno preoblikovanje vseh zaprtih privatizacijskih skladov v odprte sklade. Da bi preprečili naval unovčenja 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 izstopno provizijo, v drugem letu 10 odstotno, v tretjem letu pa normalno raven provizije. 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 (Jašovič, 1999, str. 31).

6.2. Preoblikovanje v investicijsko družbo

Glede na zahtevani minimalni delež tržnih naložb (60 %), so zahteve za preoblikovanje v investicijsko družbo bile nekoliko manjše kot za preoblikovanje v vzajemne sklade.

¹⁹ Pojavlja se vprašanje, ali bi sklad ob večji razprodaji svojih naložb, zanje resnično dobil zelen izkupiček. Ta problem je še posebej pereč za slovenske razmere, kjer se soočamo z relativno plitkim trgom kapitala (Viršek, 1999, str. 4).

Investicijska družba v nasprotju z vzajemnim skladom ne daje možnosti takojšnjega vstopa in izstopa vlagateljev, vendar pa ima nekaj pomembnih prednosti pred obliko vzajemnega sklada. Eden glavnih motivov za ustanovitev zaprtih investicijskih skladov in za vlaganje v tak sklad je v razvitem svetu investiranje sredstev v zelo specifične naložbe s pričakovano visoko stopnjo donosa predvsem na dolgi rok. Zato zaprti investicijski skladi niso ustanovljeni in ne poslujejo v takšni obliki, ker naj bi bila takšna oblika odnosov med vlagatelji in upravljalci boljša, temveč zato, da lahko daljše obdobje »zadržujejo« sredstva v netržnih, a dolgoročno perspektivnejših naložbah. Poslovanje teh skladov je zato pogostokrat donosnejše, vendar pa seveda bolj tvegano.

Ena od glavnih pomanjkljivosti pri zaprtih investicijskih skladih pa je manjša učinkovitost upravljanja. Upravitelji skladov namreč niso podvrženi nenehnemu pritisku morebitnemu izstopu investitorjev. Upravljalci teh skladov dobijo zagotovljeno letno provizijo ne glede na uspešnost upravljanja sklada.

Na samo izbiro za eno (investicijsko družbo) ali drugo (vzajemni skladi) obliko investicijskih skladov vplivajo tudi osebne značilnosti vlagateljev. V ZDA tako v zaprte investicijske sklade vlagajo investitorji, katerih dohodki in celotna finančna sredstva so višja od investitorjev v odprte investicijske sklade. Značilno za investitorje v zaprte investicijske sklade v primerjavi z investitorji v odprte investicijske sklade v ZDA je tudi, da so to praviloma starejši in bolj izobraženi ljudje. Nasploh je za razviti svet značilno, da v zaprte investicijske sklade vlagajo investitorji, ki so premožnejši in ki lahko prenesejo večje tveganje (Zajec, 2000, str. 81). V Sloveniji relativno malo ljudi investira v vrednostne papirje. Za najbolj aktivno vlaganje v vrednostne papirje se sicer odločajo predvsem najpremožnejše in dobro izobražene osebe, ki pa niso pretirano nagnjene k tveganju. Večina jih namreč pri odločanju upošteva tako donosnost kot varnost oziroma tveganje naložbe, premoženje pa so pripravljene vlagati predvsem v delnice, ki niso pretirano tvegane (Kleindienst, 2001, str. 59). Ta previdnost se seveda pozna tudi na številu posameznih skladov, ki delujejo v Sloveniji. Domačih vzajemnih skladov, ki predstavljajo veliko manj tvegano naložbo, je bilo januarja 2006 42, medtem ko investicijskih družb do preoblikovanja PID-ov ni niti bilo.

Razlogi za preoblikovanje PID-ov v ID-e, so bili predvsem naslednji:

- manjše zahteve glede tržnih naložb;
- interesi PDZU-jev, da še naprej dobijo zagotovljeno provizijo;
- izključila se je možnost množičnega izstopanja investitorjev;
- PID-i so že po svoji naravi zaprti investicijski skladi.

Z vidika malih delničarjev bi bilo verjetno preoblikovanje v vzajemni sklad sprejemljivejše, vendar je slednje zaradi visokega zahtevanega deleža tržnih naložb

bilo za večino PID-ov neizvedljivo. Preoblikovanje v ID-e pa je bilo nenazadnje tudi v interesu PDZU-jev, saj je odvisnost njihovih provizij od uspešnosti poslovanja v investicijskih družbah bistveno nižja.

S preoblikovanjem PID-ov v investicijske družbe so si delničarji zagotovili nadzor Agencije za trg vrednostnih papirjev nad upravljanjem investicijskih družb. Poslovanje investicijskih družb je s stališča delničarjev bolj pregledno, saj se morajo upravljalci držati strogih zakonskih določil (še posebno glede naložbene politike) in redno objavljati svoje računovodske izkaze. Vendar pa s preoblikovanjem PID-ov v investicijske družbe delničarji nimajo možnosti takojšnje unovčitve delnic, kot bi jo imeli pri preoblikovanju v vzajemni sklad.

Med prvimi je leta 2000 nastala investicijska družba ID Kmečka družba in sicer iz PID-a Kmečka družba. Za njo smo dobili še investicijsko družbo Triglav steber 1, NFD 1, Infond ID, Maksima, Zlata moneta I, Vipa Invest, Zvon ENA ID, Modra linija, Krona Senior in Infond ID 1. Zaradi slabega premoženja je bilo mogoče preoblikovanje v investicijsko družbo z razdružitvijo PID-a na posamezne dele in nato preoblikovanjem vsakega izmed njih na svoj način. PID-om NFD 1, Triglavu Steber 1, Zlata moneta I, Modra linija in Krona Senior se je uspelo preoblikovati v celoti. Pri preostalih šestih preoblikovanjih pa so iz delov PID-ov nastale dve oziroma tri družbe, in sicer investicijska družba, holding in PID.

Kot kaže, pa za PID-e, preoblikovane v investicijske sklade, preoblikovanj še ne bo konec. Po novem zakonu ZISDU-1 se morajo investicijske družbe v roku štirih let po uskladitvi z zakonom ZISDU-1 preoblikovati v vzajemne sklade²⁰. Ta sprememba ni nujna, če tako sklene skupščina, ki pa se je mora udeležiti vsaj 75 odstotkov kapitala družbe. Upravljalci skladov s takšnim določilom novega ZISDU-ja niso zadovoljni, saj naj bi preoblikovanje investicijskih družb v vzajemne sklade morala določati konkurenca na trgu in ekonomski razlogi, ne pa zakonsko določilo. Tudi možnost preprečitve preoblikovanja s 75-odstotno kapitalsko večino naj bi bila nesmiselna, ker se skupščin skladov udeleži zelo malo lastnikov²¹ (Pide po novem čaka kupica preobrazb, 2002, str. 4).

²⁰ Obvezno preoblikovanje se odraža že v diskontih. Za letošnje leto so preoblikovanje napovedali pri Zlati moneti 1 in Modri liniji. Ti dve imata od investicijskih skladov najmanjši diskont in sicer Zlata moneta 1 17 odstotni in Modra linija 17,8 odstotni diskont. Bližje kot je napovedan čas preoblikovanja, manjši je diskont (Gostiša, 2005).

²¹ Upravljalci skladov so že dali na ustavno sodišče pobudo za presojo ustavnosti kazenskih določb o preoblikovanju investicijske družbe v vzajemni sklad. Pobudniki navajajo, da bodo negativni učinki obveznega preoblikovanja investicijskih družb v vzajemne sklade povzročili večji izstop delničarjev, kar naj bi privedlo do večje ponudbe delnic na trgu vrednostnih papirjev in s tem na splošno znižanje cen delnic. Po empiričnih študijah, ki jih navajajo, naj bi se cene delnic znižale za slab odstotek (Ručna, 2005).

6.3. Preoblikovanje v finančni holding

Tretja oblika preoblikovanja PID-ov je preoblikovanje v finančni holding oziroma redno delniško družbo. Glavna dejavnost finančnega holdinga je financiranje podjetij, ki sama nimajo ali pa imajo omejen dostop na finančne trge, kvalificirano lastništvo in kapitalska udeležba v podjetjih. Zato finančni holding ne vlaga svojih sredstev po načelu razpršitve tveganj, kot velja za investicijske sklade. Prihodki iz financiranja družb, v katerih ima finančni holding kvalificirano udeležbo v kapitalu, predstavljajo glavnino prihodkov tega holdinga.

Prvi holdingi so nastali iz preoblikovanja PID-ov že v letih 1997 in 1998. Ker pa je pri preoblikovanjih prišlo do okoriščanj družb za upravljanje na račun delničarjev, je Agencija za trg vrednostnih papirjev v začetku leta 1998 začasno zamrznila možnost preoblikovanja v holding. Prišlo je tudi do dopolnitve zakona ZISDU, s katerim so bili postavljeni strogi pogoji preoblikovanja v holding. Moratorij na preoblikovanje je trajal do 13. 3. 1999.

Novi pogoji so bili zelo restriktivni. Predvsem pogoj, ki je dovoljeval le 2 % tržnih vrednostnih papirjev in likvidnih sredstev v naložbah holdingov, in pogoj, da morajo biti delnice PID-ov uvrščene na organiziranem trgu najmanj šest mesecev pred zasedanjem skupščine, sta upočasnila tovrstna preoblikovanja.²²

Kljub postavljenim omejitvam se je največ PID-ov preoblikovalo prav v holdinge. Od 52 PID-ov, ki so se preoblikovali, je nastalo kar 46 holdingov (glej tabelo 10 na str. 37-38). Razlogov za tako množično preoblikovanje PID-ov v holding je bilo več. Glavni razlog pa je bil, da so imeli PID-i v svojih portfeljih predvsem slabo premoženje, ki jim ni dovoljevalo preoblikovanja v investicijsko družbo ali vzajemni sklad.

Ena glavnih prednosti, ki jih je prineslo preoblikovanje PID-ov v holding, je možnost ohranitve aktivne investicijske politike lastništva. Investicijskim družbam in vzajemnim skladom je zaradi zakonskih določil primernejša pasivna investicijska politika, medtem ko za holdinge stroga določila ZISDU o razpršenosti naložb in razpršenosti lastništva ne veljajo več. Tako imajo holdingi lahko še naprej večinski delež v podjetjih in nadaljujejo z reorganizacijo ter prestrukturiranjem podjetij.

Zgoraj navedeno ne kaže nobenih ovir za preoblikovanje PID-ov v holding. Vendar pa sta varnost delničarjev in naraščanje vrednosti njihovega premoženja v primeru

²² Kasneje so se z uveljavitvijo zakona ZISPID julija 1999 strogi pogoji deloma omilili. Možnost razdružitve premoženja PID-ov in nato preoblikovanja posameznega dela PID-a v zeleno obliko je omogočila, da se jim ni potrebno preoblikovati v celoti, ampak se lahko samo v delu netržnih naložb preoblikujejo v holding.

preoblikovanja PID-a (oziroma samo dela PID-a) v holding zelo vprašljivi. S preoblikovanjem namreč holding ni več pod nadzorom Agencije za trg vrednostnih papirjev. Zanj ne veljajo več določila ZISDU, s tem pa ne stroge omejitve glede naložb in njihove razpršenosti in omejitve glede razpršenosti lastništva in najvišje dovoljene upravljalne provizije. Vse to koristi predvsem večjim lastnikom, ki lahko po svoje upravljajo z družbo oziroma poslujejo v skladu s svojimi interesi. Ostali delničarji sicer lahko vplivajo na upravo holdinga preko skupščine, oziroma jo lahko nadzirajo po na skupščini izvoljenih članih nadzornega sveta, vendar pa je v primeru razpršenih malih delničarjev takšen nadzor močno omejen (Zajec, 2000, str. 84).

Predvsem manjši PID-i so se v celoti preoblikovali v holding. V manjših PID-ih so prevladovali veliki lastniki, ki, kot sem že omenila, niso imeli interesa, da bi se njihova družba preoblikovala v investicijski sklad. Poleg tega je bila poslovna politika teh PID-ov veliko bližje finančnim organizacijam, ki se ukvarjajo s klasičnimi posli podjetniških financ, kot pa institucijam, katerih dejavnost je upravljanje finančnega premoženja svojih delničarjev.

Kaj se bo dogajalo z nastalimi holdingi v prihodnosti, je verjetno težko reči. Z dokaj veliko verjetnostjo pa lahko predvidevamo, da se bodo holdinške naložbe zožile na nekaj podjetij, lastništvo holdingov pa se bo skoncentriralo v rokah strateških lastnikov.

Veliko se je govorilo, kako so po razprodaji svojega premoženja holdingi pokupili kar nekaj PID-ov in večjih podjetij ter kako so večinski lastniki velikokrat delovali v svojo korist. Tako je na primer holding Megafin imel v svojem premoženju ob koncu leta 2002 več kot 50 odstotkov delnic holdinga KS 1 naložbe in PID-a Capinvest 2, 40 odstotkov Kompas Sklad 2, 36 odstotkov PID-a Nika, 25 odstotkov holdinga KS4 naložbe in PID-a KS4 sklad ter 16 odstotkov PID-a Nika 2. Preko teh PID-ov pa je imel tudi prevladujoče deleže v kar nekaj večjih podjetjih (Štajner, 2002). Tako lahko holdingi preko večinskih deležev obvladujejo kar lepo število podjetij, zato naj bi bila nadaljna uspešnost njihovega delovanja še kako pomembna.

Zaenkrat večina holdingov, ki so že sad preoblikovanja PID-ov, še naprej kotira na prostem trgu vrednostnih papirjev. Izjeme so le holding Oktans - nekdanji PID Dadas, ki je tako rekoč izginil, holding Megafin – nekdanji Kompas sklad 3, holding KS 1 naložbe – nekdanji PID Kompas sklad 1 in Mercata 1 holding – nekdanji PID Mercata 1, ter holdingi, pri katerih je že prišlo do združevanj oziroma razdruževanj. Tako so se štirje holdingi - Avant holding, Certius holding, Aktiva Fin in Aktiva Avant finančna družba - julija 2002 pripojili k družbi Aktiva Invest, Mercata holding pa se je oktobra 2002 razdelil na novi družbi Finira in Sivent.

V kratkem naj bi bil sprejet Zakon o pravnih naslednicah PID-ov (ZPNPID), ki naj bi svobodno poslovanje holdingov postavil na precej trda tla. Skupni cilj predloga ZPNPID je preglednost poslovanja rednih delniških družb, ki so nastale iz PID oziroma njihovih pravnih naslednic, za njihove delničarje, ter njihov nadzor s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev.

Predlagani zakon bo vključeval naslednje rešitve (Predlog zakona o pravnih naslednicah pooblaščenih investicijskih družb, 2006):

1. zakon uvaja obveznost statusa javne družbe, za vse tiste redne delniške družbe s katerih vrednostnimi papirji se trguje na organiziranem trgu,
2. redna delniška družba bo morala, v kolikor bo v večji meri nalagala razpršeno v tržne vrednostne papirje in drugo tržno premoženje, takšno premoženje bodisi oddeliti v investicijsko družbo, bodisi ga prodati, tako da družba ne bo poslovala kot investicijski sklad,
3. določen je postopek preoblikovanja tako nastale investicijske družbe v vzajemni sklad,
4. nad delovanjem rednih delniških družb se zagotovi nadzor Agencije za trg vrednostnih papirjev,
5. prag, pri katerem bo potrebno izstaviti ponudbo za odkup delnic takšne družbe, bo že pri 15% (po zakonu o prevzemih je prag 25%),
6. predvidena je posebna in izredna revizija,
7. v kolikor bo večina oz. 51% vseh delničarjev rednih delniških družb na skupščini sprejelo sklep, se zanje ne bo uporabljalo določbe ZPNPID o prenosu tržnega premoženja v investicijski sklad oziroma o znižanju takšnega razpršenega premoženja, delničarji, ki bodo sklepu ugovarjali pa bodo upravičeni do denarnega nadomestila.

Če na koncu povzamem, prinaša za malega vlagatelja preoblikovanje v holding izmed vseh treh možnosti najmanj koristi. Finančni holdingi so zelo svobodni glede svoje poslovne in naložbene politike, poleg tega pa cena njihovih delnic ni neposredno povezana s splošnimi razmerami na organiziranem trgu. Delno bo zaščito malih delničarjev prineslo sprejetje novega zakona, ki naj bi zagotovil preglednejše poslovanje holdingov in s tem večje zaupanje vlagateljev v tovrstne naložbe²³. Sčasoma pa se bo ta trg najverjetneje močno segmentiral, v ospredje bodo prišli holdingi, ki bodo aktivno skrbeli za svoje delničarje. Manjši holdingi bodo najverjetneje postali nekakšne »zasebne« družbe, v katerih bo majhen krog lastnikov odločal o vsem, njihove delnice pa za širši krog ne bodo zanimive.

²³ Vendar naj omenim, da nekateri že opozarjajo, da naj bi bil predlog zakona neustaven. Po njihovem mnenju bi s tako omejujočimi oziroma striktnimi določili kratili pridobljene zasebne pravice lastnikov. Kar zakon skuša doseči danes, bi bilo potrebno urediti že v obdobju tranzicije – preden so se vsi udeleženci odločili za takšen način participacije pri lastninjenju. Sedaj, ko imamo opravka s povsem zasebnim kapitalom, zakonodajalec ne more več uravnavati delovanja naslednikov PID-ov oziroma holdingov, kot, da gre za urejanje v obdobju tranzicije (Toplak, 2004).

Tabela 10: Kronološki pregled preoblikovanja PID-ov.

PID	NOVA DRUŽBA	NAČIN PREOB.	VREDNOST DELNIC (v SIT)	DATUM PREOB.
Leto 1997				
Dadas 1	holding Oktans	v celoti holding		
Leto 1998				
Capinvest1	holding Capita	v celoti holding		
Zlati medaljon	holding Zlati medaljon	v celoti holding		
Kompas sklad 3	holding Megafin	v celoti holding		
Aktiva Avant 3	holding Avant	v celoti holding		
Leto 2000				
Kmečka družba	PID Kmečka družba	1/3 pid	9.591.355.800	dec. 00
	ID Kmečka družba	1/3 id	9.204.614.500	
	Kmečka družba holding	1/3 holding	9.531.056.000	
Mercata	Mercata PID	50% pid	2.898.398.200	dec. 00
	Mercata holding	50% holding	2.898.918.000	
Mercata 1	Mercata 1 PID	50% pid	2.682.115.300	dec. 00
	Mercata 1 holding	50% holding	2.693.249.000	
Certius	Certius holding	v celoti holding	1.875.377.000	dec. 00
Leto 2001				
Kompas sklad 1	KS1 naložbe	v celoti holding	4.178.783.000	jul. 01
Aktiva Avant 1	Aktiva Avant 1	62% pid	2.952.004.000	jul. 01
	Aktiva Avant	38% holding	4.814.478.000	
Pomurska 2	Poobl. pomurska inv. dru.	50% pid	2.296.740.000	jul. 01
	Pom-Invest	50% holding	2.241.983.000	
Pulsar	Pulsar holding	v celoti holding	939.319.000	jul. 01
Leto 2002				
Modra linija	Modra linija	65% pid	3.415.683.300	okt. 02
	Modra linija holding	35% holding	1.882.991.000	
Krona Krona	Krona holding	v celoti holding	1.287.121.000	mar. 02
KS-Sklad 4	KS-Sklad 4	63% pid	2.638.109.000	mar. 02
	KS4 naložbe	37% holding	1.525.271.000	
Atena 1 sklad	Atena PID	46% pid	13.591.588.800	maj, 02
	Aktiva FIN	54% holding	16.119.127.000	
Triglav Steber I.	ID Triglav Steber I	v celoti id	14.748.747.000	jun. 02
NFD 1	ID NFD 1	v celoti id	16.058.030.000	jul. 02
KBM Infond	Infond PID	26% pid	8.764.196.400	avg. 02
	Infond ID	24% id	8.132.314.000	
	Infond holding	50% holding	16.833.414.000	

Nadaljevanje Tabele 10

PID	NOVA DRUŽBA	NAČIN PREOB.	VREDNOST DELNIC (v SIT)	DATUM PREOB.
Leto 2003				
Triglav Steber II.	Triglav Steber Triglav	67% pid 33% holding	13.184.266.100 6.356.989.000	feb. 03
DPB Vizija	Vizija Vizija holding	74% pid 26% holding	6.422.311.000 2.282.426.000	mar. 03
Maksima 1	PID Maksima ID Maksima Maksima holding	34% pid 36% id 30% holding	7.427.577.300 7.814.736.000 6.399.850.000	apr. 03
Zlata moneta I	Zlata moneta I	v celoti id	62.297.800.000	jul. 03
Nika PID 1	Certius Invest	v celoti holding	3.091.062.000	avg. 03
Aktiva Avant 1	Aktiva Avant	v celoti holding	2.951.872.000	sept. 03
Zlata moneta II	Zlata moneta II	v celoti holding	8.232.861.000	okt. 03
Vipa Invest	ID Vipa Invest Vipa holding	29% id 71% holding	3.079.247.000 7.347.565.000	okt. 03
KD PID	KD naložbe	v celoti holding	4.566.329.000	okt. 03
Zvon ENA	Zvon ENA ID Zvon ENA holding	17% id 83% holding	2.277.577.000 11.520.720.000	okt. 03
NFD 2	NFD holding	v celoti holding	29.134.540.000	nov. 03
KS-Sklad 2	KS2 naložbe	v celoti holding	4.429.040.000	dec. 03
Capinvest 2	C2 naložbe	v celoti holding	587.661.000	dec. 03
KS-Sklad 4	KS4 naložbe	v celoti holding	2.637.490.000	dec. 03
Leto 2004				
Setev	Hram holding	v celoti holding	4.346.667.000	jan. 04
Vizija	Vizija holding ena	v celoti holding	2.129.725.000	jan. 04
Nika PID 2	NK2 naložbe	v celoti holding	1.255.432.000	jan. 04
Nika PID	NK naložbe	v celoti holding	3.257.149.000	jan. 04
Arkada Ena	Arkada holding	v celoti holding	6.640.325.000	jan. 04
Modra Linija	Modra linija	v celoti id	9.438.442.000	jan. 04
Krona Senior	Krona Senior	v celoti id	12.414.018.000	jan. 04
Pomur. inv. dru. 1	Primus	v celoti vs	10.820.602.000	feb. 04
Atena	Aktiva naložbe	v celoti holding	13.591.508.000	feb. 04
Zvon DVA	Zvon DVA holding	v celoti holding	14.120.934.000	feb. 04
Trdnjava 1	Trdnjava 1 holding	v celoti holding	891.750.000	mar. 04
Trdnjava	Trdnjava holding	v celoti holding	2.593.123.000	mar. 04
Triglav Steber	Triglav naložbe	v celoti holding	13.182.366.000	mar. 04
Poob. pom. inv. d.	Pom - naložbe	v celoti holding	2.296.500.000	apr. 04
Infond PID	Infond ID 1 Infond holding 1	57% id 43% holding	4.956.471.000 3.777.004.000	jul. 04
Mercata	Mercata	v celoti holding	2.891.874.000	jul. 04
Mercata 1	M1	v celoti holding	2.681.638.000	jul. 04
Maksima	Maksima Invest	v celoti holding	7.451.949.000	okt. 04

Vir: Ljubljanska borza, 2005.

6.4. Vpliv preoblikovanja PID-ov na slovenski finančni trg in razmere na slovenskem finančnem trgu

Vključenost pooblaščenih investicijskih skladov v lastninsko preoblikovanje je pomenilo hitro rast te dejavnosti, saj se lahko z obsegom sredstev zbranih v investicijskih skladih že primerjamo z razvitimi državami, kjer je dejavnost prisotna že dalj časa. Vzporedno s pooblaščenimi investicijskimi družbami so se razvijali tudi vzajemni skladi. Novembra 2005 so slovenski vzajemni skladi razpolagali z 294,9 mrd SIT premoženja, investicijske družbe pa z 213,3 mrd SIT premoženja (Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov, 2005). Obseg sredstev na prebivalca v vzajemnih skladih je v začetku leta 2005 znašal 430 evrov in naj bi se v naslednjih letih zvišal na vsaj 800 do 900 evrov. Kljub temu Slovenija po naložbah prebivalstva v vzajemne sklade, ki so v razvitih državah ena najbolj razvejanih oblik varčevanja, še vedno zaostaja skoraj za vsemi državami EU (V vzajemnih skladih 208 milijard tolarjev, 2005).

S preoblikovanjem PID-ov smo kljub večjim pričakovanjem dobili relativno malo število investicijskih družb in vzajemnih skladov. Nastalo je 11 investicijskih družb in 1 vzajemni sklad oziroma so z nadaljnim preoblikovanjem investicijskih družb nastali še trije vzajemni skladi. Investicijskih družb pred preoblikovanjem PID-ov ni bilo, medtem ko je bilo na trgu že kar nekaj rednih vzajemnih skladov. Vzajemni skladi, ki so nastali s preoblikovanjem PID-ov, so zaradi svoje velikosti dosegli pomembne tržne deleže. Tako je vzajemni sklad Primus ob prihodu na trg pridobil skoraj 9 odstotni tržni delež, Triglav steber 1 21 odstotni tržni delež (in postal celo največji vzajemni sklad), Modra linija 3 odstotni tržni delež in Vipa Invest 2 odstotni tržni delež. Po preoblikovanju ostalih investicijskih družb v vzajemne sklade se bodo razmere na trgu še spremenile (Grgič, 2004).

Slovenski finančni trg je v zadnjih letih doživel velik razcvet, kar je predvsem posledica zmanjšanja obrestnih mer bančnih depozitov, visokih donosov, večjega zaupanja v delovanje kapitalskega trga in prihoda tujih investitorjev, vendar je v primerjavi z finančnimi trgi razvitih držav še vedno zelo majhen. Do pred kratkim so imeli investicijski skladi zato relativno majhne možnosti naložb. To je privedlo do prenapihnenosti tečajev na slovenskem trgu. Z omejenimi možnostmi za naložbe so skladi namreč večinoma vlagali le v peščico delnic, katerih vrednosti so zelo zrasle in niso bile več realen odraz poslovanja podjetij. Rešitev problema je bila odprava omejitve desetih odstotkov naložb v tuje vrednostne papirje, ki jo je prinesel novi zakon ZISDU-1.

V skladu z zahtevami Evropske unije je bil s tem zakonom zagotovljen prost pretok kapitala oziroma liberalizacija finančnih in kapitalskih tokov s tujino. Slovenske družbe za upravljanje lahko sedaj celotna sredstva vlagajo v tuje vrednostne papirje, dovoljeno pa jim je tudi poslovanje na tujem. Slovenski skladi, ki so imeli do sedaj

večino naložb v domačih delnicah, že preusmerjajo svoje naložbe v tujino, saj jim večja možnost izbire daje tudi več možnosti za to, da najdejo donosnejše naložbe kot jih ponuja slovenski trg.

Nekatere družbe za upravljanje so se po sprejetju zakona odločile, da vstopijo na trg s skladi, ki bodo imeli v svojih portfeljih skoraj v celoti le tuje naložbe. Prva je bila družba za upravljanje Medvešek Pušnik, ki je avgusta 2003 vstopila na trg z dvema novima skladoma: MP Global in MP Plus, ki vlagata predvsem v ZDA, Evropo in na Japonsko.

Zakonska popolna neomejenost investiranja v tujino še ne pomeni, da lahko stari vzajemni skladi neomejeno investirajo na tujih trgih. Posamezen sklad je omejen predvsem s svojimi pravili upravljanja. V kolikor je v pravilih zapisano, da sklad vlaga na primer 30 % v tujino, potem več kot to, v kolikor ne bo spremenil pravil, ne more imeti na tujem. Druga omejitev vlaganja v tuje vrednostne papirje pa je nizka likvidnost slovenskega trga. To pomeni, da se velik sklad težje umakne iz določenih »pozicij«. Prehiter umik bi lahko imel za posledico povečano ponudbo vrednostnih papirjev na trgu, čemur pa bi lahko sledilo padanje točk. Zato se večina starih vzajemnih skladov preusmerjanje portfelja na tuje loteva počasi in s pomočjo paketnih prodaj deležev portfelja (Zorman, 2005). Na postopno selitev naložb iz domačih v tuje naložbe vpliva tudi investitorjevo poznavanje razmer na tujih trgih. Za tuje naložbe je namreč potrebno povsem drugačno znanje kot na domačem trgu. Povezati se je potrebno s tujimi posredniki in vzpostaviti zaupanje, na voljo pa je zelo malo informacij (Petavs, 2002, str. 37).

Slovenski skladi so imeli v tujih delnicah in obveznicah avgusta 2006 skupno že 72 mrd SIT oziroma 24,4 % vseh naložb. Vrednost tujih naložb v vzajemnih skladih, ki so delovali pred sprejetjem ZISDU-1, se je gibala od 0 do 40 %. Najvišje deleže med njimi so imeli Infondovi vzajemni skladi, in sicer: Infond Delniški (40 %), Infond Uravnoteženi (36 %) in Infond Hrast (35 %).

Investicijski skladi s tem, ko vlagajo sredstva v tujino, zmanjšajo predvsem dve tveganji: geografsko (naložba ni več odvisna samo od Slovenije) in likvidnostno (zaradi velikosti trgov je likvidnost na tujih trgih veliko večja kot v Sloveniji), pojavi pa se valutno tveganje.

Kakor imajo naše DZU možnost poslovanja na tujem, imajo z novim zakonom tudi tuje DZU možnost poslovanja na slovenskem trgu. Investicijske sklade lahko upravljajo: družbe za upravljanje s sedežem v Sloveniji, podružnice tuje DZU in DZU držav članic, ki ustanovijo podružnico v Sloveniji, oziroma DZU, ki je v skladu z zakonom pooblaščen neposredno opravljati storitve upravljanja investicijskih skladov v Sloveniji.

Kmalu po sprejetju zakona, so v Sloveniji pričeli delovati tuji vzajemni skladi. 1. septembra je Raiffeisen Krekova banka, kot prva pri nas, začela ponujati 10 različnih investicijskih tujih skladov, ki jih upravlja avstrijska družba Raiffeisen Capital Management. Novembra 2005 jih je bilo pri nas že več kot 80 tujih vzajemnih skladov.

V nadaljevanju prikazujem pet največjih slovenskih vzajemnih skladov in pet največjih tujih vzajemnih skladov pri nas ter njihovo donosnost.

Tabela 11: Pet največjih slovenskih vzajemnih skladov in njihova donosnost v letu 2005

Vzajemni sklad	Vrsta sklada	ČVS* (v mio SIT)	letošnji donos (v %)	donos 3 let (v %)
Triglav Steber I	delniški	65.155.86	NP	NP
Galileo	mešani	55.553.27	3.35	41.19
Rastko	delniški	28.778.85	1.56	44.79
Mešani Vipek	mešani	16.338.66	-0.32	34.72
Modra kombinacija	mešani	15.151.79	4.87	52.1

* Čista vrednost sredstev

Vir: Vzajemci.com, 2006.

Tabela 12: Pet največjih tujih vzajemnih skladov in njihova donosnost v letu 2005

Vzajemni sklad	Vrsta sklada	ČVS (v mio SIT)	letošnji donos (v %)	donos 3 let (v %)
SPI Euro Lungo Termine	obvezniški	680.633	4,8	26,56
SGAM Eq. US Rel. Value	delniški	537.108	20,34	33,91
SPI Euro Breve Termine	obvezniški	425.008	0,78	11,11
RCM Euro Plus Rent	obvezniški	372.020	5,21	24,11
SGAM Equities Euroland	delniški	300.956	17,43	46,39

Vir: Vzajemci.com, 2006.

Največji slovenski vzajemni sklad je delniški sklad Triglav Steber I s 65,2 mrd SIT premoženja. Sklad ima sredstva naložena predvsem v domače delnice. Največji tuji vzajemni sklad je obvezniški sklad SPI Euro Lungo Termine s 680,6 mrd SIT premoženja²⁴.

Struktura naložb v vzajemne sklade slovenskih investitorjev je zelo zanimiva. V delniške in mešane vzajemne sklade je bilo do sedaj vloženi 92 % vseh sredstev, ostala sredstva pa si delijo obvezniški skladi ter denarni skladi. Takšna razporeditev sredstev je relativno tvegana in drugačna od naložb v Zahodni Evropi ter ZDA. V

²⁴ Čista vrednost sredstev predstavlja vrednost vloženi sredstev vseh investitorjev, ne le slovenskih.

razvitih državah z učinkovitimi finančnimi trgi zavzemajo obvezniški skladi mnogo večji tržni delež.

Primerjava donosnosti domačih in tujih delniških skladov kaže, da so bili v letu 2005 tuji skladi donosnejši od slovenskih.

Tabela 13: Pet najdonosnejših domačih vzajemnih skladov v letu 2005

Vzajemni sklad	ČVS (v mio SIT)	donosnost (v %)
MP-GLOBAL	5.551	29,38
Beta - delniški	5.254	28,8
NLB Skladi Svet. deln.	6.690	23,22
Infond Europa	851	18,88
MP-PLUS	2.419	18,09

Vir: Vzajemci.com, 2006.

Tabela 14: Pet najdonosnejših tujih vzajemnih skladov v letu 2005

Vzajemni sklad	ČVS (v mio SIT)	donosnost (v %)
RCM Eurasien Aktien	93.478	60,23
RCM Osteuropa Aktien	289.583	58,52
SGAM Eq. Eastern Europe	33.200	53,44
CI Austria Stock	92.412	46,95
SGAM Eq. Gold Mines	5.535	41,01

Vir: Vzajemci.com, 2006.

Najdonosnejši slovenski sklad v letošnjem letu je MP-Global s skoraj 30 % donosnostjo²⁵, medtem ko znaša donosnost najuspešnejšega tujega sklada, RCM Eurasien Aktien, 60 %.

Prednosti tujih skladov pred domačimi so predvsem v njihovi velikosti in širši ponudbi. Tuji skladi so veliko večji kot domači, kar jim omogoča večjo razpršenost naložb in s tem manjše tveganje. Povprečen tuji sklad, ki deluje v Sloveniji, je velik 73 mrd SIT, medtem ko znaša povprečna čista vrednost sredstev slovenskega sklada le 5,8 mrd SIT. Posamezna tuja družba za upravljanje nudi veliko večje število vzajemnih skladov, ki imajo svoje naložbe različno specializane (regijsko, panožno, ipd.). Tako npr. družba za upravljanje SGAM Luxembourg S.A. v Sloveniji trži kar 53 skladov.

²⁵ Donosnost slovenskih skladov se zelo razlikuje glede na upoštevano obdobje. V lanskem letu (tudi v letošnjem letu se trend nadaljuje) so najuspešnejši domači skladi tisti, ki imajo naložbe večinoma v tujih vrednostnih papirjih. Po veliki rasti domačih delniških papirjev v preteklih letih so namreč njihove vrednosti v letošnjem letu padle, kar je vplivalo tudi na nižjo donosnost največjih slovenskih skladov. V kolikor upoštevamo donosnost v zadnjih treh letih, so najdonosnejši skladi, ki imajo sredstva še vedno pretežno vložena v domače delnice, med njimi je najuspešnejši vzajemni sklad Modra kombinacija, z 51% donosnostjo.

Rast naložb v tuje vzajemne sklade pomeni, da vlagatelji postajajo čedalje bolj zahtevni in niso več zadovoljni z donosi domačih skladov. Del naložb se tako steka bodisi v vzajemne sklade v tujino (Hrvaška, BiH, Romunija, Bolgarija) bodisi v tuje sklade. Po ocenah analitikov, naj bi tako na tuje sklade v prihodnje odpadla vsaj četrtnina trga vzajemnih skladov v Sloveniji (Rednak, 2005).

Ob povečani konkurenci s strani tujih skladov, je tudi ponudba domačih vzajemnih skladov vse bolj raznovrstna. Nove možnosti glede naložb in oblik skladov je investicijskim skladom v začetku leta 2002 prinesel že zakon o investicijskih skladih. Tako je možno vlagati v izvedene finančne inštrumente in v delnice drugih investicijskih skladov, dopuščene pa so jim tudi nove oblike, kot so indeksni, denarni, namenski in krovni skladi. Vse to povečuje možnosti za njihovo rast in uspešnost.

Domače družbe za upravljanje so v letošnjem letu zelo povečale ponudbo vzajemnih skladov, predvsem s skladi, ki sredstva nalagajo v tujino. Število skladov se je do novembra povečalo za 19. Tudi v prihodnje lahko pričakujemo, da bodo družbe za upravljanje prišle na trg z novimi skladi, ki bodo še bolj specializirani in konkurenčnejši, njihovo uspešnost pa bo pokazal čas.

SKLEP

PID-i so bili ustanovljeni z namenom zbiranja certifikatov in z njihovo zamenjavo za delnice podjetij v procesu lastninskega preoblikovanja. Že ob samem snovanju zakonodaje jim je bilo namenjeno, da bodo morali poleg vloge finančnega posrednika imeti še vlogo upravljavca podjetja. V njihov portfelj so prišla vsa podjetja, ki so se lastninsko preoblikovala. Med njimi je bila večina slabših, tako da so morali igrati vlogo aktivnega upravljavca, z namenom da bi izboljšali svoje premoženje. Njihova privatizacijsko posredniška vloga se je končala, zato je postala prilagoditev njihove pravne oblike (preoblikovanje) podobnim institucionalnim investitorjem v razvitih tržnih gospodarstvih nujna.

Potrebo po preoblikovanju je narekovala tako sprememba v strukturi naložb PID-ov kot tudi njihova vloga v finančnem sistemu. PID-i so pridobili možnost preoblikovanja v vzajemni sklad, investicijsko družbo ali finančni holding. Na izbor končne oblike je vplivala zlasti struktura naložb PID-ov in interesi njihovih upravjalcev. Večina skladov je tako pretežni del netržnega portfelja preoblikovala v holding, preostanek pa skupaj s tržnim v vzajemni sklad oziroma investicijsko družbo.

Preoblikovanje v vzajemni sklad je najboljša možnost preoblikovanja tako za upravjalce kot tudi za vlagatelje. Slednji se lahko kadarkoli in brez večjih stroškov odločijo za vstop ali izstop iz njega, za upravjalce pa takšen način izhoda pomeni nenehen pritisk na učinkovito upravljanje, saj je njihova denarna nagrada oz.

provizija odvisna predvsem od velikosti sredstev v upravljanju. Nekoliko drugače je pri investicijski družbi, kjer lahko delničarji iz sklada izstopijo samo preko prodaje delnic na sekundarnem trgu. Z izstopom delničarja se tako premoženje sklada ne zmanjša, kar pa pripelje do manjše motivacije pri povečanju premoženja sklada. Kljub številnim prednostim za vlagatelje in posledično večje možnosti pridobivanja novih vlagateljev, je število preoblikovanj v vzajemne sklade razmeroma nizko. Ker je bilo premoženje PID-ov pretežno netržno in je zakonodajalec predvidel tudi aktivno poseganje PID-ov v upravljanje podjetij, se je večina PID-ov preoblikovala v holdinge. Za same delničarje to ne pomeni najboljše možnosti, saj je poslovanje teh družb dokaj svobodno in nepregledno, za podjetja pa si verjetno težko predstavljamo drugo pravno obliko, ki bi jih bolj uspešno upravljala, jih reorganizirala, prestrukturirala ali jim še kako drugače povečala njihovo vrednost. S sprejetjem zakona o pravnih naslednicah PID-ov pa se bodo razmere tudi za male delničarje spremenile.

Kakšno vlogo si bodo preoblikovani PID-i izborili na slovenskem finančnem trgu, bo pokazala prihodnost. PID-i, ki so se preoblikovali v investicijske družbe in v vzajemne sklade, se bodo morali krepko boriti za svoj obstanek v pogojih zaostrene konkurence na finančnem trgu. Ob že utečenih vzajemnih skladih, ki so nastali po »redni« potji in že imajo zaupanje vlagateljev, ter tujimi investicijskimi skladi, ki prihajajo na naš trg, se bo potrebno pošteno potruditi za pridobitev zaupanja novih vlagateljev. Z možnostjo nastopa na tujih trgih oz. vlaganjem v tuje vrednostne papirje ter možnostjo novih oblik skladov, ki jih omogoča novi zakon, bodo imeli več možnosti za iskanje tržnih niš, vendar pa bo tudi konkurenca večja. V zadnjih letih se je zanimanje za slovenski kapitalski trg močno povečalo, zato lahko pričakujemo še prav burno dogajanje na tem področju.

LITERATURA

1. Coffee C. John: Inventing a Corporate Monitor for Transitional Economies: The Uncertain Lessons from the Czech and Polish Experiences. Hopt K. J. et al., Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research. Oxford : Oxford University Press, 1998, str. 68-139.
2. Dimovski Vlado: Temelji bančništva. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
3. Fabozzi J. Frank, Modigliani Franco: Capital Markets: Institutions and Instruments. International ed. : Prentice-Hall Inc., 1992. 726 str.
4. Femc Marko: Analiza uspešnosti poslovanja pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji in Češki. Diplomsko delo. Ljubljana : Univerza v Ljubljani, 2000. 52. str.
5. Grgič Maja: Domači vzajemci se še debelijo. Delo, Ljubljana, 14.4.2004, str.13.
6. Jašovič Božo: Dileme o preoblikovanju PID-ov. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999), 10, str. 29-32.
7. Kleindienst Robert: Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Varčevalne navade in mnenja investitorjev. Ljubljana : Finance, 2001. 100 str.
8. Kleindienst Robert: Varčevalne navade in mnenja Slovencev. Ljubljana : Finance, 1999. 56 str.
9. Kodrič Sandi: Novi ZISDU – osem let križanja interesov. Večer, Ljubljana, 2.9.2002, str. 18.
10. Kovačič Primož: Preoblikovanje PID-ov. Kapital, Maribor, 12(2002), 290/291, str. 32-34.
11. Lasič Andrej: Proces lastninskega preoblikovanja in vloga pooblaščenih investicijskih družb v slovenskem gospodarstvu. Diplomsko delo. Ljubljana : Univerza v Ljubljani, 1997. 42. str.
12. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 471. str.
13. Pide po novem čaka kupica preobrazb. Delo, Ljubljana, 3.12.2002, str. 4.
14. Pinterič Jan: Koliko bodo zrasli pidi. Manager, Ljubljana, 2002, 6, str. 68.

15. Pinterič Jan: Pidi, grdi rački privatizacije. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2003, 19, str. 32.
16. Rednak Andreja: Tuji skladi si bodo odrezali vsaj četrtno trga vzajemcev. Finance, Ljubljana, 21.3.2005, str. 18.
17. Ručna Nataša: P. Groznik: Zaradi ZISDU bom ob odstotek naložb. Finance, Ljubljana, 20.4.2005, str. 4.
18. Podberšček Luka: Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana : Univerza v Ljubljani, 2002. 48 str.
19. Potezni bilten. Poteza. 4-6 str. [URL: <http://www.poteza.si/Bulletin/BILTENoktober02.pdf>], oktober 2002.
20. Štajner Matjaž: Vedno manj pregledni PID-ovski holdingi. Finance, Ljubljana, 1.10.2002, str.17.
21. Toplak Simona: Pidovske pošasti D. Mramorja. Finance, Ljubljana, 7.1.2004, str. 2.
22. Toplak Simona: Pri preoblikovanju pida v vzajemni sklad bi se moral zgoditi čudež. Finance, Ljubljana, 29.9.2000, str. 115.
23. Viršek Damjan: Vzajemni sklad kot ideal pida. Delo, Ljubljana, 18.11.1999, str. 4.
24. V vzajemnih skladih 208 milijard tolarjev. Večer, Maribor, 11.1.2005.
25. Zajec Matej: Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb. Magistrsko delo. Ljubljana : Univerza v Ljubljani, 2000. 95 str.
26. Žerdin Ali: Zadnja bitka za ranjence. Mladina, Ljubljana, 16.4.2001.
27. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji - (ne)uspeh in za koga. Postojna: Dej, 1999. 419. str.
28. Žnidaršič Kranjc Alenka: Privatizacija ali zakonita kraja. Postojna: Dej, 1994. 198 str.

VIRI

1. Interna gradiva Ljubljanske borze.

2. Ljubljanska borza. [URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=2240&year=2005&sid=en31yB2QR4D4okcq>], 30.12.2005.
3. Nacionalna finančna družba. [URL: <http://www.nac-td.si/dokumenti.asp?id-menu=1>], 25.1.2003.
4. Naložbene priložnosti za malega delničarja v letu 2003. [URL: http://www.pinkponk.com/04_index_nalozbene_priloznosti.asp], 6.3.2003.
5. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001: Agencija za trg vrednostnih papirjev. [URL: <http://www.a-tvp.si/>], 15.10.2005.
6. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2002: Agencija za trg vrednostnih papirjev. [URL: <http://www.a-tvp.si/>], 15.10.2005.
7. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2003: Agencija za trg vrednostnih papirjev. [URL: <http://www.a-tvp.si/>], 15.10.2005.
8. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2004: Agencija za trg vrednostnih papirjev. [URL: <http://www.a-tvp.si/>], 15.10.2005.
9. Predlog zakona o pravnih naslednicah PID-ov. [URL: <http://www.dz-rs.si/index.php?id=101&vt=40&sm=c&q=pid&mandate=-1&unid=PZ|0CA70DFF6D084E83C125711B002B86B4&showdoc=>], 31.1.2006.
10. Prospekti za uvrstitev delnic PID-ov na borzo v letih 1997 in 1998. [URL: <http://www.giz-zdu.si/>], 21.1.2003.
11. Sklep o spremembi metodologije za izračun čiste vrednosti sredstev investicijskega sklada in vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada (Uradni list RS, št. 23/95).
12. Sklep o ugotovitvi vrednosti premoženja, ki se preda pooblaščenim investicijskim družbam za lastniške certifikate (Uradni list RS, št. 72/98).
13. Spremembe in dopolnitve Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 31/1993).
14. Vzajemci.com. [URL: <http://www.vzajemci.com/>], 15.1.2006.

15. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) (Uradni list RS, št. 6/94).
16. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) (Uradni list RS, št. 110/02).
17. Zakon o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih družb (ZPSPID) (Uradni list RS, št. 50/99).
18. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-B) (Uradni list RS, št. 10/98).
19. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPP-B) (Uradni list RS, št. 31/1993).
20. Zakon o spremembah in dopolnitvi zakona o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPSPID-A) (Uradni list RS, št. 58/02).
21. Zakon o zagotavljanju sredstev pooblaščenim investicijskim družbam zaradi zamenjave teh sredstev za zbrane lastniške certifikate (ZZSPID) (Uradni list RS, št. 59/96).
- i
22. Zakon o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe (ZZLPPO) (Uradni list RS, št. 30/98).
23. Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov. [URL: <http://www.giz/zdu.si>], 15.1.2004.

PRILOGA

Priloga 1: Največja dopustna izpostavljenost do posameznih oseb

NAJVEČJA DOPUSTNA IZPOSTAVLJENOST DO POSAMEZNE OSEBE IN DO DOLOČENIH OSEB	VZAJEMNI SKLADI	INV. DRUŽBA	PID PO ZISDU
Vrednostni papirji ali instrumenti izdani s strani posameznega izdajatelja	do 5 % sredstev	do 10 % sredstev (prej 5 %)	do 10% sredstev
Depoziti pri posamezni kreditni ustanovi	do 20 % sredstev (-)	do 20 % sredstev (-)	
Izvedeni finančni instrumenti, s katerimi se trguje na trgu institucionalnih vlagateljev z osebami, ki so kreditne	do 10 % sredstev (-)	do 10 % sredstev (-)	–
Izvedeni finančni instrumenti, s katerimi se trguje na trgu institucionalnih vlagateljev z osebami, ki niso kreditne institucije	do 5 % sredstev (-)	do 5 % sredstev (-)	–
Delnice in/ali dolžniški vrednostni papirji izdani s strani posamezne osebe, v katere se vlaga za natančno posnemanje sestave določenega delniškega indeksa in indeksa dolžniških vrednostnih papirjev	do 20 % sredstev (-)	do 20 % sredstev (-)	
Tržni vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga posameznega izdajatelja, če je izdajatelj oziroma če zanje jamči Republika Slovenija, ali njena lokalna, regionalna skupnost, posamezna država članica Evropske unije ali njena lokalna, regionalna skupnost, tuja država ali posamezna javna mednarodna organizacija, ki ji pripada ena ali več držav članic	Do 35 % sredstev (**)	do 35 % sredstev (**)	
Tržni vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga posameznega izdajatelja, če je izdajatelj oziroma če zanje jamči Republika Slovenija ali njena lokalna, regionalna skupnost, posamezna država članica Evropske unije ali njena lokalna, regionalna skupnost, tuja država ali posamezna javna mednarodna organizacija, ki ji pripada ena ali več držav članic, in katerih naložbe morajo biti usklajene z naslednjimi omejitvami: 1. investicijski sklad mora imeti takšne naložbe v najmanj šestih različnih izdajah tržnih vrednostnih papirjev in instrumentov denarnega trga in 2. vrednost takšnih naložb investicijskega sklada v posamezni izdaji tržnih vrednostnih papirjev in instrumentov denarnega trga ne sme presegati 30 odstotkov vrednosti sredstev investicijskega sklada	do 100 % sredstev (prej pod podobnimi pogoji do 70 %)	do 100 % sredstev (prej pod podobnimi pogoji do 70 %)	do 70 % sredstev (pod podobnimi pogoji)
Določene vrste obveznic, izdane s strani kreditnih ustanov, ki imajo svojo podružnico s sedežem v Republiki Sloveniji ali v državi članici in ki so po zakonu predmet nadzora pristojnega organa javnega prava, potrebnega za varstvo imetnikov obveznic	do 25 % sredstev (-)	do 25 % sredstev (-)	
Enote oziroma delnice posameznega investicijskega sklada	do 10% sredstev (prej 0%)	do 10% sredstev (prej 0%)	–
Delež v nepremičninah	0%	0%	do 20% sredstev
Delež vrednostnih papirjev podjetij, ki so poslovno povezana z lastniki več kot 10% delnic DZU	–	–	do 20% sredstev

* V letu 2002 smo dobili nov zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), zato je v tabeli prikazana primerjava določb starega in novega zakona glede razpršitve naložb inv. skladov.

** Po starem zakonu je veljala za vzajemne sklade in investicijske družbe omejitev do 10 % sredstev v vrednostne papirje tujih izdajateljev, ki kotirajo na borzah, predpisanih s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev. Takšna omejitev je veljala tudi za PID-e.

Legenda: () - določila po starem zakonu ZISDU
- - ni omejitev

Vir: ZISDU-1, 2002; ZISDU, 1994.

Priloga 2: Struktura naložb PID-ov na dan 31.12.2003 (v 1000 SIT in v %)

Družba za upravljanje Pooblaščenca investicijska družba	ARKADA ARKADA ENA *		AKTIVA ATENA PID		CAP - INVEST				INTARA			
	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	NIKA PID		NIKA2 PID		MERCATA		MERCATA 1	
	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %
1. Den. sred., terjatve, kr. vred. pap.	97.309	0,81	1.646.816	9,67	206.205	4,65	56.176	3,83	242.654	5,19	15.765	0,42
2. Dolgoročni vrednostni papirji	7.678.622	63,85	10.859.615	63,81	2.677.014	63,02	1.085.218	73,95	2.831.998	60,65	2.922.834	77,17
2.1. Obveznice	236.317	1,97	123.761	0,73	406.665	9,57	5.932	0,40	0	0,00	0	0,00
2.2. Delnice	7.442.305	61,88	10.735.854	63,08	2.270.349	53,44	1.079.286	73,55	2.831.998	60,65	2.922.834	77,17
2.2.1. Na org. trgu vred. pap.	1.303.044	10,83	1.141.870	6,71	14.861	0,35	0	0,00	10.525	0,23	128.894	4,83
2.2.2. Na neorg. trgu vred. papirjev	6.139.261	51,05	9.593.984	56,37	2.255.488	53,09	1.079.286	73,55	2.821.473	60,42	2.739.940	72,35
3. Ostali vrednostni papirji	4.228.130	35,16	4.513.070	26,52	1.158.431	27,27	219.108	14,93	1.482.503	31,75	847.184	22,37
4. Ostalo	22.037	0,18	0	0,00	215.289	5,07	106.922	7,29	112.651	2,41	1.510	0,04
5. SKUPAJ 1.,2.,3.,4.	12.026.098	100,00	17.019.501	100,00	4.248.075	100,00	1.467.424	100,00	4.669.806	100,00	3.787.293	100,00
Družba za upravljanje Pooblaščenca investicijska družba	KBM-INFOND INFOND PID		KREKOVA DRUŽBA PID ZVON DVA		DUS KRONA KRONA SENIOR		LB MAKSIMA MAKSIMA PID		POMURSKA DRUŽBA POMUR. INV. DR.1 POOBL. POM. I. D.			
	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %
1. Den. sred., terjatve, kr. vred. pap.	380.069	3,19	6.274	0,05	87.289	0,70	7.533	0,12	520.438	4,82	9.275	0,45
2. Dolgoročni vrednostni papirji	10.288.750	86,47	9.189.437	70,70	11.114.218	88,90	5.837.950	90,96	7.482.636	69,30	1.826.416	89,58
2.1. Obveznice	835.813	7,02	0	0,00	1.452.461	11,62	0	0,00	717.704	6,65	0	0,00
2.2. Delnice	9.452.937	79,45	9.189.437	70,70	9.661.757	77,29	5.837.950	90,96	6.764.932	62,65	1.826.416	89,58
2.2.1. Na org. trgu vred. pap.	3.725.702	31,31	564.446	4,34	7.205.303	57,64	0	0,00	6.271.585	58,08	0	0,00
2.2.2. Na neorg. trgu vred. papirjev	5.727.235	48,13	8.624.991	66,36	2.456.454	19,65	5.837.950	90,96	493.347	4,57	1.826.416	89,58
3. Ostali vrednostni papirji	1.229.752	10,34	2.957.389	22,75	0	0,00	0	0,00	567.232	5,25	203.253	9,97
4. Ostalo	0	0,00	844.599	6,50	1.299.800	10,40	573.000	8,93	2.227.202	20,63	0	0,00
5. SKUPAJ 1.,2.,3.,4.	11.898.571	100,00	12.997.699	100,00	12.501.307	100,00	6.418.483	100,00	10.797.508	100,00	2.038.944	100,00
Družba za upravljanje Pooblaščenca investicijska družba	TRDNJAVA		N F D TRDNJAVA 1		PRIMORSKI SKLADI MODRA LINIJA		S HRAM SETEV		TRIGLAV TRIGLAV STEBER PID		VIZIJA VIZIJA I. PID	
	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %
1. Den. sred., terjatve, kr. vred. pap.	37.091	1,11	10.692	0,73	301.146	3,11	495	0,01	1.019	0,01	833	0,03
2. Dolgoročni vrednostni papirji	2.848.064	84,63	1.302.790	89,25	9.318.559	96,36	5.439.145	95,31	6.754.530	78,07	1.752.403	56,92
2.1. Obveznice	0	0,00	0	0,00	76.148	0,79	0	0,00	156.301	1,81	290.589	9,44
2.2. Delnice	2.848.064	84,63	1.302.790	89,25	9.136.183	94,47	5.439.145	95,31	6.598.229	76,27	1.461.814	47,48
2.2.1. Na org. trgu vred. pap.	0	0,00	0	0,00	6.881.521	71,16	405.192	7,10	327.227	3,78	7.831	0,25
2.2.2. Na neorg. trgu vred. papirjev	2.848.064	84,63	1.302.790	89,25	2.254.662	23,31	5.033.953	88,21	6.271.002	72,48	1.453.983	47,22
3. Ostali vrednostni papirji	387.674	11,52	14.325	0,98	0	0,00	267.430	4,69	1.637.268	18,92	705.886	22,93
4. Ostalo	92.370	2,74	131.897	9,04	50.792	0,53	0	0,00	250.570	2,89	565.166	18,36
5. SKUPAJ 1.,2.,3.,4.	3.365.199	100,00	1.459.704	100,00	9.670.497	100,00	5.707.070	100,00	8.651.534	100,00	3.078.956	100,00

Arkada ENA – preoblikovanje dne 23.12.2003

Vir: Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov, 2004