

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**PREOBLIKOVANJE POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB V
SLOVENIJI**

Ljubljana, junij 2003

KATJA JAGER

IZJAVA

Študentka Katja Jager izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Nevenke Hrovatin, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis:

KAZALO

UVOD	1
1. INVESTICIJSKI SKLADI	2
1.1. PREDNOSTI IN SLABOSTI NALOŽB V INVESTICIJSKE SKLADE	4
1.2. VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV.....	5
1.2.1. Vrste investicijskih skladov glede na cilj.....	5
1.2.2. Vrste investicijskih skladov glede na način unovčitve naložb v takih skladih.....	6
1.3. VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV V SLOVENIJI	8
1.3.1. Vzajemni skladi (VS).....	8
1.3.2. Investicijske družbe (ID).....	10
1.3.3. Pooblaščenice investicijske družbe (PID).....	11
1.3.4. Stanje na področju preoblikovanja PID-ov na dan 31.08.2002.....	13
2. PRAVNI OKVIR DELOVANJA POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB	13
2.1. ZAKONODAJNI OKVIR ZA USTANOVITEV POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB V SLOVENIJI.....	14
2.1.1. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij	14
2.1.2. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU)	14
2.1.2.1. Spremembe in dopolnitve ZISDU.....	16
2.1.3. Druga zakonodaja, ki je še določala podrobnejše pogoje za poslovanje PID-ov	17
3. ZAKON O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE (ZISDU-1)	17
3.1. RAZLOGI ZA SPREJEM NOVEGA ZAKONA	17
3.2. PREGLED VSEBINE ZISDU-1	18
3.2.1. Novi pojmi	18
3.2.2. Družba za upravljanje	18
3.2.3. Storitve upravljanja investicijskih skladov.....	19
3.2.4. Skrbnik.....	19
3.2.5. Splošne določbe o investicijskih skladih.....	20
3.2.6. Vzajemni sklad.....	21
3.2.7. Investicijska družba.....	21
3.2.8. Izvensodno reševanje sporov	22
3.2.9. Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb	22
3.2.10. Uskladitev investicijskih družb nastalih iz PID-ov	23
3.2.11. Uskladitev vzajemnih skladov	23
4. POSLOVANJE POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB V OBDOBJU 1994 DO 2002	23
4.1. KRATEK PREGLED PREHOJENE POTI OD LETA 1994.....	24
5. PROBLEMATIKA PREOBLIKOVANJA PID-OV	26
6. KRONOLOŠKI PREGLED PREOBLIKOVANJA PID-OV V SLOVENIJI	30
7. KAJ JE NASTALO IZ 400.000,00 SIT VREDNEGA CERTIFIKATA, VLOŽENEGA V NAKUP DELNIC PID-OV ?	34
SKLEP	36
LITERATURA	39
VIRI	40
PRILOGA	

UVOD

Vlaganje sredstev v investicijske sklade je v svetu že dalj časa uveljavljeno in s tem tudi zakonsko urejeno. V Sloveniji pa smo se srečali s prvimi investicijskimi skladi, vzajemnimi skladi v okviru borznoposredniških hiš, januarja leta 1992.

Predmet diplomske naloge je obravnava preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji. Izteka se jim namreč vloga privatizacijskih posrednikov, saj se bodo morali preoblikovati na osnovi zakonov bodisi v investicijske družbe, vzajemne sklade ali redne delniške družbe.

Namen diplomskega dela je prikazati pomembnost investicijskih skladov v slovenskem finančnem prostoru ter ugotoviti, katera oblika običajnih investicijskih skladov bi bila najprimernejša za naslednico sedanjih pooblaščenih investicijskih družb. Ob ugotavljanju se bom oprla predvsem na zakonodajo s tega področja, ki igra odločilno vlogo pri preoblikovanju. Po mojem mnenju je odločilno vlogo pri možnostih preoblikovanja igrala tudi kvaliteta premoženja, ki je bilo namenjeno s strani države.

Investicijski skladi se ustanovijo za javno zbiranje prihrankov malih investitorjev in skrbijo za učinkovito investiranje tako zbranih denarnih sredstev. Značilnosti investicijskih skladov opisujem v prvem poglavju diplomske naloge, kjer poleg prednosti in slabosti naložb le-teh, opisujem tudi vrste investicijskih skladov ter hkrati ponazarjam aktualno stanje posameznih oblik v slovenskem finančnem prostoru.

Pooblaščene investicijske družbe (PID-i), kot oblika investicijskih skladov, so svojo vlogo dobile v procesu odprave družbene lastnine. Po skoraj desetletnem obdobju se jim izteka vloga privatizacijskih posrednikov. Opisovanju značilnosti ter preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb namenjam osrednjo vlogo v diplomski nalogi.

V drugem poglavju prikazujem zakonodajni okvir za ustanovitev pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji, ki je bil osnova za njihovo delovanje in dogajanje na tem področju vse do današnjih dni. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), ki je bil težko pričakovano sprejet decembra 2002, podrobneje opisujem v tretjem poglavju. Zanimale so me predvsem osnovne značilnosti oziroma novosti v primerjavi z obstoječo zakonodajo, predvsem spremembe glede na predhodni Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU).

V četrtem poglavju podajam kronološki pregled poslovanja pooblaščenih investicijskih družb v obdobju od leta 1994 do leta 2002. V nadaljevanju diplome, v petem ter šestem poglavju, pa opozarjam na problematiko preoblikovanja PID-ov ter sam časovni pregled preoblikovanja

pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji. Preoblikovanje je potekalo na različne načine: od delitev, spojitve, pripojitve, pa do oddelitev premoženja v delniško družbo ter do preoblikovanja v delniške družbe. S tem želim osvetliti problem delovanja pooblaščenih investicijskih družb.

V zadnjem, sedmem poglavju diplomske naloge, je podan konkretni izračun, koliko so v povprečju na dan 26.11.2002 vredne delnice pooblaščenih investicijskih družb, pridobljene na osnovi unovčitve lastniških certifikatov. Izračunani podatki prikazujejo, da je posameznik v povprečju skoraj v celoti ohranil nominalno vrednost svojega vložka.

Cilj diplomske naloge je prikazati, da narava naložb pooblaščenih investicijskih družb na podlagi obstoječe zakonodaje diktira smer ter možnosti preoblikovanja le-teh. V trenutku, ko PID-i niso več imeli v svojih bilancah certifikatov, je aktualnost preoblikovanja v normalne finančne institucije bila še toliko večja. V zadnjem času so se ponujale tri možnosti: preoblikovanje v investicijske družbe (odprte sklade), vzajemne sklade (odprte sklade) in holdinge (redne delniške družbe) oziroma kombinacija le-teh. Narejenih je bilo veliko stvari na tem področju, uspešnost preoblikovanja v posamezne oblike pa bo pokazala, ali je bila smer pravilna.

1. INVESTICIJSKI SKLADI

Investicijski skladi so se pojavili kot alternativna naložba v vrednostne papirje. Investitorju ponuja večjo donosnost kot vezava gotovine v banki, kjer imajo investitorji sicer zagotovljene donose. Tveganje naložbe v investicijske sklade je odvisno od vrste vrednostnega papirja.

Investicijske sklade bi lahko opredelila kot finančne institucije, katerih ustanovitelji so lahko razni subjekti (pravne ali fizične osebe). Najpogosteje so ustanovitelji finančne družbe kot so banke ter pokojninski in zavarovalni skladi. V večini primerov so to samostojne pravne osebe, ki se oblikujejo na enak način kot navadna delniška družba z izdajo delnic ali pa kot posebna oblika za zbiranje kapitala.

V novem zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, imenovanem ZISDU-1, se investicijski sklad lahko oblikuje kot vzajemni sklad oziroma ustanovi kot investicijska družba. Namen investicijskega sklada je javno zbiranje denarnih sredstev fizičnih in pravnih oseb. Ta sredstva investicijski sklad nalaga v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelih razpršitve tveganj (1. ter 2. člen ZISDU; Uradni list RS, št. 6/94).

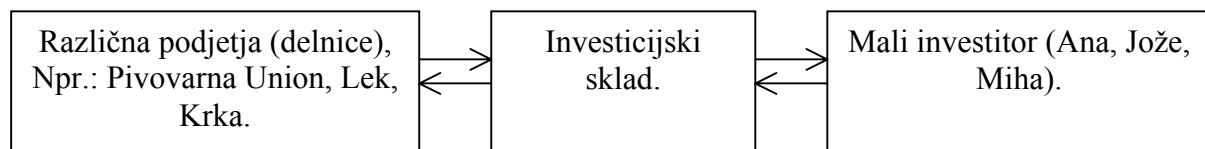
Investicijski skladi zbirajo prihranke s prodajo investicijskih kuponov vzajemnih skladov oziroma delnic investicijskih družb. Na takšen način zbrana denarna sredstva nalagajo v vrednostne papirje in druge oblike likvidnih naložb.

Investicijski skladi so pomemben udeleženec trga vrednostnih papirjev in drugih kapitalskih trgov, zato je njihovo delovanje pomemben del finančnega sistema, katerega funkcija je poenostavljeno povedano zbiranje prihrankov in usmerjanje teh prihrankov v investicije in s tem v gospodarski razvoj. Njihovo delovanje predstavlja pomemben (makro) ekonomski interes vsake države¹. V nadaljevanju diplomskega dela bom v 3. poglavju tudi prikazala, kako so v naši državi urejena pravna razmerja na področju delovanja investicijskih skladov, kar je eden od pomembnejših načinov, s katerim država zagotavlja svoj interes.

Investicijski skladi investitorju omogočajo, da v zameno za svoj denar dobi delnico oziroma kupon investicijskega sklada in tako postane posredni solastnik podjetij. Že z nakupom vrednostnega papirja investicijskega sklada investitor doseže večjo diverzifikacijo naložb in s tem zmanjša tveganje kot z nakupom delnice konkretne družbe. Sklad mu zagotavlja upravljanje portfelja vrednostnih papirjev, zato investitorju ni potrebno nobeno znanje o investiranju v vrednostne papirje in njihovem upravljanju.

Za lažje razumevanje v nadaljevanju diplomske naloge prikazujem primer principa delovanja investicijskega sklada.

Slika 1: Princip delovanja investicijskega sklada.



Posameznik oziroma tako imenovani mali investitor vloži svoja denarna sredstva oziroma prihranke v investicijski sklad in s tem kupi delnice tega sklada. Zbrana denarna sredstva investicijski sklad vloži v nakup vrednostnih papirjev podjetij. Kupljeni so torej vrednostni papirji, ki so jih izdale druge družbe. Investicijski sklad ima zato na aktivih naložbe v vrednostne papirje drugih izdajateljev.

Poudariti pa bi želela, da posameznik kot delničar investicijskega sklada nima nobene pravice upravljanja s podjetji, v katere ima dejansko naložen svoj denar. Po drugi strani pa prav tako nima nikakršnih pravic upravljati sklad, ne glede na to, da je lastnik le-tega (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 18-19).

¹ Interes vsake države je zagotoviti stabilnost in zanesljivost delovanja tega segmenta finančnega sistema ter poskrbeti za zaupanje vlagateljev.

1.1. Prednosti in slabosti naložb v investicijske sklade

Vlaganje sredstev v investicijske sklade ima različne vplive na posameznega vlagatelja. Nekateri poudarjajo le prednosti tovrstnega vlaganja svojih prihrankov, drugi pa so bolj skeptični in opozarjajo tudi na slabosti. Ker tovrstno vlaganje predstavlja alternativo neposrednemu nakupu vrednostnih papirjev, je po mojem mnenju smiselna tudi medsebojna primerjava obeh naložbenih možnosti.

Tabela 1: Prednosti ter slabosti investiranja v investicijske sklade.

PREDNOSTI
1) Razpršitev finančnega premoženja; s tem se zmanjša naložbeno tveganje tako, da zbrana sredstva razpršijo na večje število naložb.
2) Strokovno upravljanje; praviloma naj bi investicijske sklade upravljali profesionalni, posebej izobraženi in izkušeni strokovnjaki.
3) Likvidnost naložbe; obe vrsti skladov, tako zaprti kot odprti skladi, morata zagotavljati investitorju visoko stopnjo likvidnosti.
4) Udobnost za investitorja; s tovrstno naložbo investitor praviloma prihrani denar in čas.
5) Varnost pred izgubo zaradi neetične prakse; s tem pridobijo vlagatelji zaupanje v upravjalce premoženja (zavest in etičnost odgovornih morata biti na primernem nivoju), kar pa ne more zagotoviti nobena zakonodaja.
SLABOSTI
1) Običajno, ni pa nujno, je tveganje pri naložbi v vrednostne papirje večje kot pri drugih naložbah.
2) Če vrednostni papirji ne izpolnjujejo načel o varnosti, rentabilnosti, likvidnosti in ohranjanju vrednosti, je primernejša druga naložba.
3) Naložba v vrednostne papirje je navadno povezana z dodatnimi stroški (svetovanje, shranjevanje papirjev, provizije ipd.).
4) Inflacija je "sovražnik" naložb v dolžniške vrednostne papirje z nespremenjeno obrestno mero, saj ne ohranja vrednosti.
5) Za naložbo v vrednostne papirje vlagatelj navadno potrebuje več znanja in izkušenj kot pri drugih naložbah. Ves čas mora biti aktiven in spremljati uresničevanje ciljev.
6) Pogosto investicijski skladi namreč ne upoštevajo investitorjevega davčnega vidika.
7) Z večanjem števila investicijskih skladov je vse težja tudi izbira za investitorja. Slabost je v tem, da ga pri naložbi v investicijski sklad lahko prehitro zapelje miselnost, da pri taki naložbi pozorna izbira ni tako pomembna kot pri direktnih nakupih vrednostnih papirjev. To pa drži le v manjši meri.

Vir: Štravs, 1995, str. 75-76; ter Ribič, 1995, str. 77.

Glavna prednost investiranja prihrankov prek investicijskih skladov, v primerjavi z neposrednim investiranjem, je predvsem v manjšem tveganju, kar je seveda posledica razpršitve naložb, saj sklad zbrana sredstva naloži v različne vrednostne papirje, medtem ko posameznik z omejenimi prihranki ne more doseči ustrezne diverzifikacije. Tabela 1 tako prikazuje prednosti ter pomanjkljivosti vlaganja sredstev v investicijske sklade.

1.2. Vrste investicijskih skladov

Investicijske sklade lahko delimo na podlagi različnih kriterijev. Najbolj pogosta je delitev z vidika načina vstopa in izstopa investitorja v sklad in sicer na odprte in zaprte sklade. Pomembna pa je tudi delitev investicijskih skladov z vidika naložbenih usmeritev in odnosa do rizika. Nekaj najobičajnejših tovrstnih skladov je: sklad dohodka, sklad rasti, sklad obveznic ipd.

1.2.1. Vrste investicijskih skladov glede na cilj

Cilj, ki ga investicijski skladi zasledujejo, je povezan s ciljem investitorja, ki vlaga v neki določeni sklad. Lahko ima željo imeti čim večjo dividendo, ali želi maksimirati svoj vložek, ali pa preferira kaj drugega. Na kratko bom opisala temeljne skupine skladov, ki se razlikujejo po cilju, z namenom zadovoljitve želje različnih vlagateljev. Le-ti so (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 27-28):

A) SKLAD RASTI

Cilj je donosnost kapitala, kar pomeni rast cen vrednostnih papirjev sklada. Portfelj je torej sestavljen iz visoko donosnih vrednostnih papirjev (zlasti delnic), ki so hkrati bolj tvegani.

B) SKLAD DOHODKA

Cilj tovrstnih skladov je čim večji tekoči gotovinski dohodek iz dividend oziroma obresti. Kupujejo se predvsem vrednostni papirji z visoko obrestno mero oziroma dividendo. Tudi v tem primeru je večja donosnost seveda pogojena z večjim tveganjem.

C) SKLAD RASTI IN DOHODKA

Cilj teh skladov je donosnost kapitala ob hkratnem zagotavljanju nekega gotovinskega dohodka iz dividend in obresti. Tveganje teh skladov je manjše kot pri že zgoraj navedenih primerih.

D) SKLAD DOHODKA IN RASTI

V tem primeru pa je prvo cilj dohodek iz dividend in šele nato kapitalna donosnost.

E) SKLAD RAVNOTEŽJA

Cilj teh skladov je zasledovanje tako tekočega dohodka kot kapitalnega donosa ter posebno stabilnost investicije. Ta sklad nudi manjši donos ob ugodnih in manjšo izgubo ob neugodnih tržnih gibanjih.

F) SKLAD BREZ OBDAVČENJ

Ti skladi praviloma investirajo le v komunalne obveznice, ki navadno niso obdavčene. Z njimi se srečamo v ZDA.

G) SKLAD OBVEZNIC

Cilj takšnih skladov je zagotoviti tekoče stabilne dohodke, zato so predmet investiranja različno kvalitetne podjetniške obveznice.

H) Poznamo pa še posebne oblike skladov:

- SKLADI KRATKOROČNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV, katerih cilj je investiranje zgolj v kratkoročne vrednostne papirje in zato zagotavljajo visoko likvidnost.
- SPECIALIZIRANI SKLADI, kateri investirajo le v določene dele industrije oziroma druge dejavnosti oziroma v delnice teh organizacij.
- SKLADI NEPREMIČNIN, katerih cilj je investiranje v nepremičninske hipoteke in druge nepremičninske vrednostne papirje. Donosi so stabilni, sicer malo nižji, zato so naložbe v te sklade predvsem zelo varne.

1.2.2. Vrste investicijskih skladov glede na način unovčitve naložb v takih skladih

Ločimo odprte in zaprte sklade, kateri se razlikujejo predvsem glede na način unovčitve delnic oziroma kuponov, ki jih imajo investitorji v te sklade. Odprti skladi so dosti bolj popularni od zaprtih, saj se prilagajajo trgu z variabilnim kapitalom. Še več, trgujejo s svojimi delnicami po neto vrednosti aktive in imajo organizirano stalno ponudbo prek bančnih okenc ali brokerjev, kar zagotavlja visoko stopnjo likvidnosti.

A) ODPRTI SKLADI (VZAJEMNI SKLADI)

Odprti sklad navadno ni delniška družba². Investitor lahko kadarkoli proda ali kupi posamezne enote premoženja sklada (investicijski kupon), zato je prisotna visoka stopnja likvidnosti te oblike investiranja za investitorja. Število delnic sklada se dnevno spreminja in tako se spreminja tudi vrednost portfelja s spreminjanjem števila prodanih ali odkupljenih

² Odprti skladi se namreč lahko formirajo v dveh oblikah; kot delniška družba ali pa zgolj kot zbir premoženja in v tem primeru tudi niso pravne osebe. Zakonodaja opredeljuje vzajemne sklade kot zbir premoženja (Uradni list RS, št. 6/94), pri čemer investitor prejme le potrdilo o lastništvu enote premoženja (investicijski kuponi).

delnic sklada. Cena investicijskih kuponov se določa dnevno in sicer po neto vrednosti aktive na delnico, ki velja tisti dan.

Obstajata dva glavna tipa odprtih skladov glede zaračunavanja provizije:

- skladi s provizijo (vstopna in izstopna provizija) ter
- skladi brez provizije.

Upraviteljsko provizijo zaračunavajo upravljalci teh skladov (0,5-2% povprečne letne vrednosti aktive). Skladi s provizijo prodajo in distribucijo delnic prepustijo brokerskim ali drugim posredniškim firmam, skladi brez provizije pa prodajajo svoje delnice investitorjem direktno (brez posrednikov) po vrednosti neto aktive³. Kupci si morajo v tem primeru sami najti zanje primeren sklad (Žnidaršič Kranjc, 1994, str. 28-32).

B) ZAPRTI SKLADI (INVESTICIJSKI SKLADI)

Sama ustanovitev zaprtega sklada je precej podobna ustanovitvi delniške družbe le; da zakonodaje ponavadi predpisujejo še večjo transparentnost⁴ pomembnih podatkov.

Velikost sklada oziroma število delnic sklada je pri zaprtih skladih določeno ob ustanovitvi in je fiksno⁵. Svojih delnic tako ne odkupujejo in tudi ne trgujejo z njimi. To prepuščajo brokerjem na sekundarnem trgu kapitala. Torej so vsi zaprti skladi v bistvu skladi s provizijo, katera se zaračuna za trgovanje na sekundarnem trgu. Delnice zaprtih skladov kotirajo na borzah in na trgu prek okenc, kjer se oblikujejo njihove tekoče cene.

Tržni tečaj delnic zaprtega sklada ni enak vrednosti aktive na delnico kot pri odprtem skladu, ampak je odvisen od ponudbe in povpraševanja na sekundarnem trgu (diskontna ali premijska cena), torej je lahko nižja ali višja od čiste neto vrednosti premoženja na delnico.

Zaprte sklade delimo v tri večje skupine (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 32-34):

- diverzificirani zaprti skladi;
- skladi z dvojnim namenom;
- specializirani zaprti skladi.

Za diverzificirane sklade je značilno investiranje v dokaj širok krog vrednostnih papirjev. Skladi z dvojnim namenom imajo enak delež kapitalnih in dohodkovnih delnic; lastniki dohodkovnih delnic dobijo ves dohodek portfelja, dočim lastniki kapitalnih delnic dobijo vse

³ Pri skladih s provizijo se zmanjša količina vložnega kapitala, npr.: za vloženi 1000 SIT (to je neto aktiva pri skladih brez provizije) pri 8% proviziji je potrebno plačati 80 SIT provizije in vidimo, da dejansko ostane za investiranje le še 920 SIT.

⁴ Transparentnost oziroma preglednost borze pri navajanju doseženih tečajev in prometa (tečajnica).

⁵ Njihov obseg kapitala se spreminja podobno kot obseg drugih delniških družb, kar pomeni, da se za povečanje obsega kapitala ponudi v prodajo nova emisija delnic.

neto kapitalne dobičke od portfelja. Specializirani zaprti skladi imajo svoje portfelje omejene glede na tip vrednostnih papirjev, gospodarsko panogo ali geografsko okolje.

Donosi zaprtih skladov so nemalokrat večji kot je pričakovati. Zaradi domnevno manjše likvidnosti oziroma fleksibilnosti teh skladov so tečaji delnic zaprtih skladov zaradi diskonta nižji in dajo pri enaki dividendi dejansko večji donos na vložena sredstva, še zlasti, če se diskont po nakupu zmanjša.

1.3.Vrste investicijskih skladov v Sloveniji

1.3.1. Vzajemni skladi (VS)

Prvi investicijski skladi v Sloveniji so bili ustanovljeni januarja leta 1992 v okviru posameznih borznih hiš. Bili so v obliki vzajemnih skladov. Začetek privatizacije je prinesel pravno regulativo in s tem njihov večji vzpon.

V nadaljevanju moje diplomske naloge se ne mislim poglobljati v podrobne značilnosti v razvoju in izoblikovanjih različnih vzajemnih skladov ter se s tem spustiti v analiziranje let, vendar pa bi želela prikazati zgolj na kratko splošne podatke.

Tabela 2: Splošni podatki o vzajemnih skladih (na dan 31.12. po posameznih letih v obdobju od leta 1995 do leta 2001 ter na dan 31.8.2002).

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Število skladov	18	15	15	15	17	19	18	18
Število družb za upravljanje						11	11	11
Višina naložb (v mio SIT)	6.514	2.297	2.817	4.533	8.822	10.744	14.686	40.109
(v mio EUR)	40	13	15	24	45	51	66	180
Delež celotnih sredstev glede na BDP	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,3%	0,3%	0,8%
Delež naložb v delnice	55,8%	44,9%	60,7%	70,9%	78,4%	78,9%	78,9%	70,6%
Delež naložb v obveznice	23,2%	29,0%	22,8%	16,9%	12,1%	12,2%	12,4%	17,7%
Tržna koncentracija VS								
⇒ Delež največjega sklada	32,4%	24,7%	30,2%	44,6%	55,5%	47,3%	45,8%	44,4%
⇒ Delež največjih treh	63,9%	56,0%	54,8%	61,7%	71,8%	67,9%	69,8%	70,9%
⇒ Delež največjih petih	78,3%	69,8%	68,5%	76,0%	82,0%	76,7%	77,2%	80,1%
⇒ Delež največjih desetih	96,8%	87,8%	90,0%	93,1%	95,6%	91,0%	89,5%	90,5%
Tržna koncentracija DZU								
⇒ Delež največje družbe						64,0%	63,1%	60,7%
⇒ Delež največjih treh						75,6%	78,3%	78,9%
⇒ Delež največjih petih						84,7%	86,3%	90,7%
⇒ Delež največjih desetih						99,1%	99,1%	99,6%

Vir: Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), Poročevalec DZ RS, št. 103, 25. oktober 2002.

Moj namen je nazorna ponazoritev trenutnega stanja na tem področju in lažja primerjava dogajanja v zvezi s pooblaščenimi investicijskimi družbami. Tako trenutno na trgu kapitala v Republiki Sloveniji (glej tabelo 2) deluje 18 vzajemnih skladov, ki jih upravlja 11 družb za upravljanje. Največja družba za upravljanj KD Investments, ki upravlja sklad Galileo, je skupaj z ostalima skladoma Rastkom in KD Bond zajela na dan 31.08.2002 60,7 % trga.

Premoženje vzajemnih skladov (glej tabelo 2 ter prilogo 1) je od nastanka le-teh pa vse do leta 2002 enakomerno nominalno naraščalo. V letu 2002 pa se je vplačevanje kuponov drastično povečalo in je konec avgusta 2002 celotno premoženje vzajemnih skladov nominalno znašalo že prek 40 mlrd SIT, kar je 2,7 kratnik vrednosti iz konca leta 2001.

Struktura naložb vzajemnih skladov (glej prilogo 2) je bila konec avgusta sledeča: 70,6 odstotka celotnih naložb predstavljajo naložbe v delnice; od tega 70,1 odstotka na organiziranem trgu. Naložbe v obveznice so predstavljale 17,7% delež, ostalo pa so bile naložbe v kratkoročne vrednostne papirje (3,7%), tuje vrednostne papirje (0,6%), naložbe v banke in druge finančne institucije (4,5%) ter druge naložbe (2,8%).

Tabela 3: Čista vrednost sredstev vzajemnih skladov na dan 31.08.2002 ter 31.12.2002.

	Ime vzajemnega sklada (VS)	Višina sredstev na dan 31.08.2002 (v tisoč SIT)	Višina sredstev na dan 31.12.2002 (v tisoč SIT)
1	GALILEO	17.823.272	24.117.941
2	RASTKO	5.917.230	8.479.316
3	ALFA	4.714.239	7.152.172
4	SKALA	2.491.720	3.161.263
5	ZAJČEK	1.189.228	1.640.660
6	VS DELNIŠKI	1.148.297	1.666.788
7	VS HRAST	801.993	1.123.520
8	VS VIPEK	785.525	823.867
9	MODRA KOMBINACIJA	785.202	1.437.415
10	VS SPD	644.096	945.581
11	LBM PIRAMIDA	636.449	561.777
12	POLŽEK	609.429	819.817
13	KD BOND	589.995	972.934
14	ŽIVA	556.129	718.840
15	SOVA	462.979	.551.572
16	V S V	429.423	660.629
17	PIKA	369.458	366.409
18	TRIGLAV RENTA	154.803	174.713
	SKUPAJ	40.109.467	55.375.215

Vir: Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), Poročevalec DZ RS, št. 103, 25. oktober 2002 ter ZDZU- GIZ, 2003.

Na dan 31.12.2002, kot je razvidno iz tabele 3, je bilo v Sloveniji 18 vzajemnih skladov. Največji vzajemni sklad po imenu Galileo ima za 24.117.941 SIT sredstev, kar predstavlja 43,6% delež vseh vzajemnih skladov.

1.3.2. Investicijske družbe (ID)

Na dan 31.08.2002 so v Republiki Sloveniji delovale štiri investicijske družbe in sicer:

- Infond ID;
- ID KD;
- NFD 1;
- Triglav steber 1.

Tabela 4: Splošni podatki o investicijskih družbah.

	30.06.2002	31.07.2002	31.08.2002	INDEKS	
				jul/jun	avg/jul
Število investicijskih družb	2	3	4	150	133
Število DZU	2	3	4	150	133
Nominalna višina celotnih sredstev (v mio SIT)	82.277	98.601	131.948	120	134
Višina celotnih sredstev (v mio EUR)	368	441	591	120	134
Delež celotnih sredstev glede na BDP	1,6%	2,0%	2,6%	120	134
Delež naložb v delnice podjetij	93,8%	95,9%	94,5%	102	99
⇒ Delež delnic na organiziranem trgu	71,1%	71,4%	73,6%	100	103
⇒ Delež delnic na neorganiziranem trgu	22,7%	24,5%	20,9%	108	86
Tržna koncentracija ID					
⇒ Delež največje družbe	51,2%	41,8%	34,6%	81	83
⇒ Delež največjih treh	100,0%	100,0%	85,0%	100	85
Tržna koncentracija DZU					
⇒ Delež največje družbe	51,2%	41,8%	34,6%	81	83

Vir: Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), Poročevalec DZ RS, št. 103, 25. oktober 2002.

Te štiri investicijske družbe (glej tabelo 4 ter prilogo 3) so upravljale s 132 mlrd SIT premoženja. Največja izmed njih je Triglav steber 1, ki je upravljala s 45 mlrd SIT premoženja.

Struktura naložb konec avgusta 2002 (glej prilogo 4) je bila sledeča: 94,5% celotnih naložb so predstavljale naložbe v delnice; od tega 73,6% naložb v delnice na organiziranem trgu ter 20,9% naložb v delnice izven organiziranega trga. Naložbe v obveznice so predstavljale 2,7%

delež, ostalo so bile naložbe v kratkoročne vrednostne papirje (0,2%), naložbe v banke, druge finančne institucije (1,1%) ter ostale oblike naložb (1,5%).

1.3.3. Pooblašcene investicijske družbe (PID)

Nastanek pooblaščenih investicijskih družb (v nadaljevanju PID) je povezan s specifičnimi okoliščinami- nastali so s privatizacijo, zato PID ni samostojna vrsta investicijskih skladov, temveč po zakonodaji opredeljena le kot posebna vrsta investicijske družbe, ki je prehodne narave. Iz privatizacijskega posrednika se morajo preleviti v normalno finančno institucijo (Jerman, 2002, str. 41).

"Pooblaščen investicijska družba, ustanovljena z namenom zbiranja lastniških certifikatov in odkupa delnic, izdanih v skladu s predpisi o lastninskem preoblikovanju" (123. člen ZISDU; Uradni list RS, št. 6/99). Zakonska opredelitev pooblašcene investicijske družbe nam pove, da so bili prvotno le-ti ustanovljeni z namenom zbiranja lastniških certifikatov, PID-i pa naj bi kupovali privatizacijske delnice. V praksi so PID-i investirali tudi v druge prenosljive vrednostne papirje ter nepremičnine (do 20% naložb, ki jih je prodal Sklad za razvoj).

PID-i spadajo med zaprte investicijske sklade. Na pasivi imajo delnice, na aktivni strani pa naložbe posameznega PID-a. Njihove delnice kotirajo na prostem trgu Ljubljanske borze. Investitor mora svoj papir prodati, če ima tovrstno željo, na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev in tako ne more zahtevati od sklada, da le-tega odkupi. Vrednost osnovnega kapitala je opredeljena z nominalno vrednostjo in s številom izdanih in prodanih delnic v primarni izdaji (Pahor, 2000, str. 91).

PID mora imeti sklenjeno pogodbo o upravljanju z družbo za upravljanje (kot ostale investicijske družbe). PID-i sprejemajo poleg vplačil s certifikati, tudi denarna vplačila. Pridobljena sredstva so naložili v delnice podjetij, ki so bila naprodaj na dražbah Sklada za razvoj. Portfelj le-teh je tako usojen na drugačne pričakovane donose kot pri običajni investicijski družbi. Višina minimalnega ustanovitvenega kapitala je pri PID-u znašala 100 mio SIT.

Na dan 31.08.2002 je v Republiki Sloveniji (glej tabelo 5 ter prilogo 5) delovalo 31 pooblaščenih investicijskih družb, ki jih je upravljalo 18 družb za upravljanje. Delež največjih treh pooblaščenih investicijskih družb (PID-ov) je znašal 30,3%, delež največjih treh družb za upravljanje (DZU-jev) pa je znašal 39,0%. Pooblašcene investicijske družbe so upravljale s 329,5 mlrd SIT premoženja, v letu 1999 pa je ta znesek dosegel skoraj 600 mlrd SIT premoženja. Leta 1999 je bil delež celotnih sredstev glede na BDP 12,0%, na dan 31.08.2002 pa je ta delež padel na 6,5%.

Tabela 5: Splošni podatki o pooblaščenih investicijskih družbah (na dan 31.12. po posameznih letih v obdobju od leta 1996 do leta 2001 ter na dan 31.08.2002).

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Število PID-ov	68	59	46	46	43	37	31
Število družb za upravljanje					20	18	18
Nominalna višina celotnih sredstev (v mio SIT)	455.474	526.403	593.224	599.126	573.513	547.115	329.514
Višina celotnih sredstev (v mio EUR)	2.597	2.819	3.140	3.037	2.712	2.471	1.475
Delež celotnih sredstev glede na BDP	17,8%	18,1%	17,5%	16,8%	14,0%	12,0%	6,5%
Delež naložb v delnice podjetij	32,0%	40,8%	44,7%	44,9%	57,2%	54,6%	75,0%
Delež delnic na organiziranem trgu	4,3%	10,3%	14,0%	17,4%	22,4%	24,3%	27,9%
Delež naložb v neizkoriščene lastniške certifikate	65,8%	56,5%	51,8%	51,2%	32,1%	32,6%	0,1%
Tržna koncentracija PID							
⇒ Delež največje družbe		7,6%	9,4%	9,7%	10,8%	12,6%	10,5%
⇒ Delež največjih treh		14,1%	26,6%	27,7%	28,7%	31,0%	30,3%
⇒ Delež največjih petih		20,6%	38,2%	39,0%	42,8%	43,8%	42,6%
⇒ Delež največjih desetih		35,1%	56,3%	57,2%	64,2%	67,6%	66,8%
Tržna koncentracija DZU							
⇒ Delež največje družbe					13,7%	14,6%	14,6%
⇒ Delež največjih treh					36,0%	39,0%	39,0%
⇒ Delež največjih petih					55,7%	58,3%	53,3%
⇒ Delež največjih desetih					82,3%	85,1%	78,7%
Kapital skupaj (v mio SIT)	445.218	511.652	550.101	592.563	559.761	512.264	n.a.
Kapital skupaj (v mio EUR)	2.538	2.740	2.912	3.004	2.647	2.314	n.a.
Delež osnovnega kapitala v celotnih sredstvih	61,5%	58,6%	56,2%	55,3%	58,1%	57,2%	n.a.
Uspešnost poslovanja (v mio SIT)							
⇒ Dobiček/izguba pred obdavčitvijo	-38.750	-20.181	-14.852	-10.294	-73.689	-27.765	n.a.
⇒ Dobiček/izguba po obdavčitvi	-38.750	-20.181	-14.862	-10.307	-73.689	-27.765	n.a.
Kazalniki donosnosti poslovanja							
⇒ ROA	-9,2%	-4,1%	-2,7%	-1,7%	-12,6%	-5,0%	n.a.
⇒ ROE	-9,3%	-4,2%	-2,8%	-1,8%	-12,8%	-5,2%	n.a.

Opomba:

Leto	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Tečaj EUR (v SIT)	175,4208	186,7343	188,9083	197,2580	211,4700	221,3760	-

Vir: Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), Poročevalec DZ RS, št. 103, 25. oktober 2002.

Struktura naložb (glej prilogo 6) konec avgusta 2002 je bila sledeča: 75% celotnih naložb predstavljajo naložbe v delnice ; od tega 27,9% naložbe v delnice na organiziranem trgu ter 47,1% naložbe v delnice izven organiziranega trga. Obveznice predstavljajo 0,9% delež v

naložbah investicijskih družb, ostalo pa pripada kratkoročnim vrednostnim papirjem (0,2%), naložbam v banke in druge finančne institucije (5,4%) ter naložbe v druge vrednostne papirje, denar, terjatve in nepremičnine (18,5%), kar je razvidno in tabele 5.

1.3.4. Stanje na področju preoblikovanja PID-ov na dan 31.08.2002

V nadaljevanju diplome prikazujem v tabeli 6 stanje posameznega investicijskega sklada na zadnji dan avgusta leta 2002.

Tabela 6: Število, obseg naložb in strukturni delež vzajemnih skladov (VS), investicijskih družb (ID), pooblaščenih investicijskih družb (PID) in rednih delniških družb (RDD).

	SKUPAJ VSE OBLIKE (na dan 31.08.2002)	Število družb/ skladov	Obseg naložb	Strukturni delež (glede na naložbe)
1.	PID-i	31	329.514	52,7%
2.	INVESTICIJSKE DRUŽBE	4	131.948	21,1%
3.	REDNE DELNIŠKE DRUŽBE	17	123.192	19,7%
4.	VZAJEMNI SKLADI	18	40.109	6,4%
SKUPAJ			624.763	

Vir: Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), Poročevalec DZ RS, št. 103, 25. oktober 2002.

Iz zgornje tabele je razvidno, da se je preoblikovalo že 21 pooblaščenih investicijskih družb in sicer štiri v investicijsko družbo ter sedemnajst v redno delniško družbo. Postopek preoblikovanja še ni zaključen za 31 PID-ov.

2. PRAVNI OKVIR DELOVANJA POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB

S sprejetjem Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij konec leta 1992 je bil v Sloveniji sprejet temeljni sistemski okvir za transformacijo najpomembnejšega dela anonimne družbene lastnine v lastnino znanih in odgovornih, večinoma privatnih fizičnih in institucionalnih lastnikov. S sprejetjem tega zakona se je uredilo lastninjenje podjetij, ki so imela v svoji bilanci stanja družbeni kapital in katera spadajo v dejavnosti tako imenovanega tržnega sektorja. Torej tisti del še neprivatnega sektorja, za katerega ni nobenega racionalnega ekonomskega razloga za družbeno oziroma državno lastništvo in za katerega je zato nujno dobiti privatnega lastnika (Sintezno poročilo o lastninskem preoblikovanju, 1995, str.1).

2.1. Zakonodajni okvir za ustanovitev pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji⁶

2.1.1. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij

Nastanek pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji je bil, kot sem že prej omenila, tesno povezan z zakonodajo, ki se je nanašala na privatizacijo podjetij. Prvič so le-te bile omenjene v **Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij** iz decembra 1992 (Uradni list RS, št. 55/1992).

Pooblaščene investicijske družbe so bile opredeljene kot subjekti privatizacije in sicer (Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij; Uradni list RS 55/92):

- da se ustanovijo pooblaščene investicijske družbe kot delniške družbe na osnovi posebnega zakona (34.člen);
- da podjetja prenesejo 20% družbenega kapitala na Sklad RS za razvoj z namenom nadaljnje razdelitve pooblaščenim investicijskim družbam (22.člen);
- da Sklad RS za razvoj prenese pooblaščenim investicijskim družbam delnice najkasneje v 3 mesecih po ustanovitvi teh družb (35. člen);
- da pooblaščene investicijske družbe na podlagi vrednosti prejetega premoženja izdajo delnice ter jih razdelijo državljanom v zameno za lastniške certifikate s tem, da podrobnejša navodila predpiše Agencija za trg vrednostnih papirjev (36. člen).

2.1.2. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU)

Čez dobro leto je bil sprejet **Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje-ZISDU** (Uradni list RS, št. 6/1994), ki je stopil v veljavo 13. marca 1994. Avtorji zakona so se dobro zavedali, da imamo v Sloveniji sicer nekaj izkušenj s poslovanjem vzajemnih skladov (01.01.1992 ustanovljen prvi vzajemni sklad z imenom Galileo), medtem ko nismo imeli nobenih izkušenj s poslovanjem investicijskih družb. To je bil tudi razlog, da je bil zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje po vsebini sestavljen iz dveh delov.

V prvem delu⁷ (od I. do IX. poglavja zakona) je imel namen urediti vsa osnovna vprašanja v zvezi z ustanovitvijo in delovanjem družb za upravljanje, vzajemnih skladov, investicijskih družb, vprašanje nadzora ter informiranja delničarjev oziroma vlagateljev.

⁶ Gradivo s seminarja Združenja družb za upravljanje- GIZ, Maribor, hotel Habakuk, 6. ter 7. marec 2003.

⁷ V tem delu Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje so "sistemsko" uredili naslednja področja: temeljne določbe (I. poglavje), pogoji za ustanovitev in poslovanje družbe za upravljanje (II. poglavje), vzajemni sklad (III. poglavje), investicijska družba (IV. poglavje), naložbe investicijskih skladov (V. poglavje), objava informacij in varovanje poslovnih skrivnosti (VI. poglavje), omejitve zaradi preprečevanja nasprotja interesov (VII. poglavje), nadzor nad poslovanjem investicijskih skladov in družb za upravljanje (VIII. poglavje) ter postopek odločanja agencije za trg vrednostnih papirjev (IX. poglavje).

Šele v drugem delu⁸ (poglavje X. navedenega zakona) je bila v 19-ih členih urejena tista specifična problematika oziroma so bile podane posebne določbe, ki so se nanašale le na pooblaščne družbe za upravljanje oziroma na pooblaščne investicijske družbe, ki se morajo v roku 5+5 let preoblikovati v investicijske družbe.

Tiste družbe za upravljanje, ki so se želele aktivno vključiti v vnaprej načrtan proces lastninskega preoblikovanja v Sloveniji, so se morale v celoti prilagoditi zakonskim zahtevam in omejitvam, kot jih je takrat postavil zakonodajalec. V skladu z navedenim zakonom so morale družbe za upravljanje zaprositi Agencijo za trg vrednostnih papirjev za dvoje dovoljenj in sicer za:

- dovoljenje za opravljanje dejavnosti upravljanja investicijskih skladov;
- posebno dovoljenje za upravljanje pooblaščenih investicijskih družb.

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje naj bi po mnenju predlagateljev omogočil uresničitev zlasti naslednjih sedmih ciljev:

- 1) oblikovati pooblaščne investicijske družbe kot **udeleženske v procesih lastninskega preoblikovanja podjetij**;
- 2) omogočiti **nastanek in razvoj novih nebančnih finančnih ustanov** z namenom vzpodbujanja in nadaljnjega razvoja trga kapitala in vrednostnih papirjev in s tem zagotoviti uravnoteženje slovenskega finančnega sistema;
- 3) omogočiti **uporabo zasebnih prihrankov številnih varčevalcev** za gospodarski razvoj na način, ki bi bil z vidika donosa in rizika zanimiv tako za varčevalce kot za podjetja;
- 4) zagotoviti drobrim investitorjem potrebno **strokovno pomoč** pri uporabi prihrankov s ciljem povečanja donosa ob še sprejemljivi, po možnosti najmanjši, stopnji tveganja;
- 5) povečati **zaupanje drobnih investitorjev v nove finančne ustanove** z upoštevanjem zahtevnih Evropskih standardov, informiranja javnosti in zagotavljanja varnosti poslovanja skladov;
- 6) oblikovati vzajemne sklade in investicijske družbe po **zgledu držav Evropske unije** na podlagi sprejetih smernic in priporočil;
- 7) doseči dobro podlago za **postopno vključitev navedenih institucij v mednarodne trge kapitala**.

⁸ V 19-ih členih se natančno urejajo nekatera specifična vprašanja ustanovitve in poslovanja teh "pooblaščenih" pravnih oseb, za katere smiselno veljajo tudi ostale določbe navedenega zakona razen, če v teh členih to ni izrecno drugače opredeljeno.

2.1.2.1. Spremembe in dopolnitve ZISDU

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje je bil doslej že trikrat spremenjen ter dopolnjen in sicer:

I) ZISDU A (Uradni list RS, št. 25/09.05.1997)

Spremenjenih in dopolnjenih je bilo 22 členov. Novost je bila predvsem uvedba definicije za povezane osebe in posredne naložbe, predviden je bil podpis pogodbe z depozitarjem (KDD). Dodane so bile določbe o obveščanju in odločanju investitorjev pri vzajemnih skladih, natančneje so bili določeni stroški in odhodki, ki jih sme DZU izplačevati iz sredstev PID-a. Dodane so bile tudi določbe v zvezi z naložbami sredstev investicijske družbe in pooblašcene investicijske družbe, opredelitev tržnih vrednostnih papirjev, možnost pregleda poslovanja povezanih oseb z DZU s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev iz sredstev PID-a. Podrobneje so bili opredeljeni razlogi za odvzem dovoljenja za opravljanje dejavnosti upravljanja skladov.

II) ZISDU B (Uradni list RS, št. 10/13.02.1998)

Spremenjena in dopolnjena sta bila le dva člena in sicer se je dodal novi 9. člen (od 9.a do 9.č) ter dopolnjen 143. člen. S spremembami 9. člena so bili opredeljeni dodatni pogoji za opravljanje funkcije člana uprave družbe za upravljanje ter pogoji in razlogi za odvzem dovoljenja. S spremembami in dopolnitvami 143. člena pa so bili določeni natančnejši pogoji za preoblikovanje v redno delniško družbo s tem, da je bilo izrecno določeno, da se pooblašcene investicijske družbe ne smejo preoblikovati v redne delniške družbe v obdobju od 13.02.1998 do 13.03.1999.

III) ZISDU C (Uradni list RS, št. 26/15.04.1999)

Podaljšala se je prepoved za preoblikovanje v redno delniško družbo še za eno leto in sicer se je spremenil datum v prvem odstavku 143.a člena "13.03.1999" na "13.03.2000".

Z začetkom januarja 2003 pa je stopil v veljavo Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, imenovan tudi ZISDU-1, kateremu bom v naslednjem poglavju namenila malo več pozornosti.

2.1.3. Druga zakonodaja, ki je še določala podrobnejše pogoje za poslovanje PID-ov

I) Zakon o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju PID-ZPSPID (Uradni list RS, št. 50/28.06.1999)

Zlasti je določil naslednje tri novosti:

- obveznost, da se delnice PID-ov, ki se glasijo na 1.000 SIT zamenjajo za nove delnice, ki se glasijo na nominalni znesek 100 SIT;
- omogočeno je bilo delničarjem PID-ov, da se odločijo ali bodo izkoristili možnost izbire (ali obdržati nove delnice PID-ov ali jih zamenjati za pokojninske bone);
- določen je bil novi rok za preoblikovanje in sicer tri leta od uveljavitve zakona (oziroma 13.07.2002).

II) Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju PID- ZSPIR A (Uradni list RS, št. 58/04.07.2002)

Določil je novi rok za preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb in sicer 31.12.2003.

3. ZAKON O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE (ZISDU-1)⁹

3.1. Razlogi za sprejem novega zakona

Kot pglavitne razloge za sprejem novega zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, bi izpostavila predvsem tri stvari:

- 1) uskladitev z EU direktivami (2001/107/EC in 2001/108 ter dopolnjeno 85/611/EEC), ki uvajajo prosto opravljanje storitev, prost pretok kapitala ter integracijo finančnih trgov;
- 2) dodatna ureditev investicijskih družb;
- 3) preoblikovanje ID, PID v vzajemne sklade.

V nadaljevanju diplomske naloge želim le na kratko prikazati vsebinski pregled novega zakona in poudariti bistvene novosti v primerjavi s prejšnjim zakonom ZISDU. Opisujem tudi nova določila ZISDU-1 kot na primer izvensodno reševanje sporov.

⁹ Osnovne značilnosti zakona prikazujem s pomočjo komentarjev Natalije Stošicki z Ministrstva za finance, gradivo s seminarja ZDZU- GIZ, Maribor, hotel Habakuk, 6. ter 7. marec 2003.

3.2. Pregled vsebine ZISDU-1

3.2.1. Novi pojmi

Novi pojmi, ki jih navaja zakon so:

- nestandardizirani izvedeni finančni instrumenti;
- instrument denarnega trga;
- dodatna likvidna sredstva;
- dobro poučen vlagatelj;
- indeksni, namenski investicijski sklad, investicijski sklad denarnega trga, sklad skladov; premoženje v upravljanju.

Izpostavila bi predvsem pojem dobro poučen vlagatelj, ki upravlja finančno premoženje. Le-ta je lahko država, centralna banka in lokalna skupnost, mednarodna organizacija, banka, investicijski sklad, če naštejemo le nekatere.

Naj omenim še pojem premoženje v upravljanju, ki je premoženje, ki ga:

- DZU upravlja za račun investicijskih skladov in za račun dobro poučenih vlagateljev;
- premoženje pod zgornjo alineo, ki ga je na podlagi pooblastila za DZU upravlja drug upravljalec.

3.2.2. Družba za upravljanje

Po pravno organizacijski obliki je lahko družba za upravljanje kot družba z omejeno odgovornostjo (d.o.o.), ali pa kot delniška družba (d.d.) kot je opredeljeno v določbah Zakona o gospodarskih družbah. Osnovni kapital DZU je minimalno 50 mio SIT, kateri se poveča glede na število investicijskih skladov, ki jih upravlja DZU (25 mio SIT za vsak investicijski sklad). Za pridobitev 10% kvalificiranega deleža ali 20%, 33% in 50% deleža v DZU je potrebno dovoljenje ATVP. V primeru, da kvalificirani delež želi pridobiti banka, zavarovalnica, DZU države članice EU ali tuje države, pa je potrebno dodatno tudi soglasje oziroma mnenje drugega pristojnega organa. Uprava DZU mora šteti minimalno dva člana in je potrebno njuno skupno zastopstvo. Uprava mora voditi posle DZU v Republiki Sloveniji polni delovni čas.

Glavna dejavnost DZU je upravljanje premoženja investicijskih skladov, kot pomožne dejavnosti pa naj omenim trženje, prodajo investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov ter administrativne storitve. Kot dejavnost DZU so tudi storitve upravljanja premoženja dobro poučenih investitorjev (kritno premoženje zavarovalnic, premoženje kritnih skladov, premoženje bank...). DZU-ji bodo tako lahko poleg upravljanja

investicijskih skladov upravljali tudi premoženje drugih dobro poučenih velikih vlagateljev in bodo s tem postali neposredni konkurenti borznim hišam na področju upravljanja premoženja.

3.2.3. Storitve upravljanja investicijskih skladov

DZU lahko opravlja storitve izven območja RS:

- V državi članici EU opravlja neposredno ali preko podružnice. Pogoji so, da DZU obvesti ATVP in priloži podatke in dokumentacijo. Nato ATVP obvesti pristojni organ države članice EU in posreduje podatke. ATVP pa vrši nadzor podružnice sama ali preko pristojnega nadzornega organa države članice EU.
- V tuji državi pa lahko opravlja svoje storitve le preko podružnice. Pogoji na tem mestu so, da si pridobi dovoljenje ATVP za ustanovitev podružnice.

Opravljanje storitev v RS:

- DZU držav članic EU opravljajo storitve neposredno ali preko podružnic. Do vstopa Slovenije v EU se obravnavajo kot DZU tujih držav.
- DZU tujih držav pa opravljajo storitve samo preko podružnic, kjer je ponovno pogoj dovoljenje ATVP za ustanovitev podružnice ter deponiranje denarnega zneska za poravnavo obveznosti.

3.2.4. Skrbnik

Skrbnik je lahko banka ali podružnica banke države članice, ki je ustanovljena na območju RS v skladu z zakonom o bančništvu. Le-ta je tudi pridobila dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje skrbniških storitev. Skrbnik pa je lahko tudi druga finančna institucija, katera mora izpolnjevati pogoje po ZTVP-1 (KDD) in pridobiti dovoljenje ATVP za skrbniške storitve. Na tem mestu naj še poudarim, da ima lahko posamezen investicijski sklad le enega skrbnika njegovega premoženja, kar je tudi direktiva EU.

Na tem mestu bi želela še omeniti posle in naložbe skrbnika. Prepovedani so posli z vrednostnimi papirji med skrbnikom in DZU ter med skrbnikom in investicijskimi skladi, katerim je skrbnik. DZU ne sme biti imetnik delnic oziroma deležev skrbnika.

V nadaljevanju naloge prikazujem v tabeli 7 razmejitev funkcij skrbnika in družbe za upravljanje glede upravljanja storitev za investicijski sklad.

Tabela 7: Prikaz razmejitve funkcij skrbnika in DZU glede opravljanja storitev za IS:

SKRBNIK:	DZU:
- odpre račun nematerializiranih vrednostnih papirjev IS;	- da nalog v zvezi z razpolaganjem z vrednostnimi papirji IS;
- vodi račun vrednostnih papirjev (vnos, izvršitev nalogov, evidenco stanj in sprememb na računu vrednostnih papirjev);	- vpogled v stanje in promet z vrednostnimi papirji v hrambi oziroma na računu vrednostnih papirjev;
- hrani vrednostne papirje izdane kot pisne listine;	- izroči materializirane vrednostne papirje skrbniku;
- banka skrbnica vodi denarni račun IS;	- odpre denarni račun IS;
- skrbnik, ki je finančna institucija iz 55. člena, posreduje nalog za izplačilo banki, ki vrši plačilni promet za IS, ima vpogled v stanje in promet na denarnem računu IS.	- posreduje skrbniku naloge za izplačila iz denarnega računa IS.

Vir: Komentarji Natalije Stošicki z Ministrstva za finance, gradivo s seminarja ZDZU- GIZ, Maribor, hotel Habakuk, 6. ter 7. marec 2003.

3.2.5. Splošne določbe o investicijskih skladih

Oblike, ki so opredeljene v ZISDU-1:

- vzajemni sklad (VS);
- investicijska družba (ID);
- "posebni" investicijski sklad (IS);
- investicijska družba, ki se sama upravlja.

Naložbe oziroma premoženje investicijskega sklada sestavljajo le tržni vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga na organiziranem trgu v Republiki Sloveniji, državi članici oziroma tuji državi. Sestavljajo ga tudi vrednostni papirji pridobljeni v postopku prve prodaje, kjer je kot pogoj uvrstitev na organiziran trg najkasneje v enem letu po izdaji. Naštela sem le, po svoji presoji, najpomembnejše naložbe.

Vrste skladov po naložbeni politiki razdelimo v pet skupin:

- 1) delniški, obvezniški, uravnoteženi;
- 2) indeksni;
- 3) sklad skladov;
- 4) namenski skladi;
- 5) skladi denarnega trga.

3.2.6. Vzajemni sklad

Pri opisovanju določil vzajemnega sklada se bom osredotočila na novosti v primerjavi s starim zakonom ZISDU.

Vzajemni sklad mora poleg sprejema pravil upravljanja skleniti tudi pogodbo s skrbnikom. Spremembe so tudi glede pravil upravljanja (naložbene politike) vzajemnega sklada. Izstopna provizija je omejena na maksimalno 3%, vstopna provizija pa ni omejena, kakor tudi ni omejena upravljaljska provizija. V breme vzajemnega sklada gre več stroškov kot po ZISDU (npr.: stroški borznega posredovanja). Potrebno je tudi izračunavanje in objava celotnih stroškov vzajemnega sklada in celotnih stroškov imetnika investicijskih kuponov.

3.2.7. Investicijska družba

Osnovni kapital znaša 200 mio SIT, pri kateri se uporabljajo določbe Zakona o gospodarskih družbah. Nominalna vrednost delnice ID je 1.000 SIT. Investicijska družba lastnih delnic ne sme odsvojiti, ampak jih mora umakniti.

Investicijska družba nima uprave. Vse posle, ki bi jih vršila uprava, sedaj opravlja DZU. Določeni so tudi pogoji glede članstva v nadzornem svetu ID, kjer naj omenim kot prvo določilo, da član nadzornega sveta ali njegov družinski član ne more biti imetnik kvalificiranega deleža v DZU.

Stroški ustanovitve investicijske družbe smejo znašati maksimalno 3% skupnega zneska denarnih vplačil za delnice, izdane ob njeni ustanovitvi. Letna provizija za upravljanje pa sme znašati maksimalno 1,5% povprečne letne čiste vrednosti premoženja investicijske družbe. Tudi stroški, ki gredo v breme ID, so obsežni in določeni v 178. členu zakona ZISDU-1.

Na podlagi sklepa skupščine lahko pride do preoblikovanja investicijske družbe v vzajemni sklad na dva načina:

- a) Preoblikovanje v VS. V tem primeru gre za prenos vseh sredstev in obveznosti v vzajemni sklad in prenehanje investicijske družbe.
- b) Oddelitev sredstev v VS. Tukaj pa gre za prenos sorazmernega dela premoženja investicijske družbe v vzajemni sklad, ID zmanjša osnovni kapital.

Posamezni delničar investicijske družbe pridobi investicijske kupone sorazmerno glede na njegov delež v osnovnem kapitalu ID. Izstopna provizija se zmanjša s tem, ko je dlje časa sklad oblikovan. DZU pa ima možnost, da v posebnih primerih določi višje izstopne stroške.

3.2.8. Izvensodno reševanje sporov

Do sporazumnega reševanja sporov lahko pride med DZU (dolžna je vzpostaviti shemo izvensodnega reševanja sporov) ter vlagatelji v investicijske sklade, ki jih upravlja DZU oziroma dobro poučeni investitorji, katerim DZU upravlja finančno premoženje.

Možne oblike izvensodnega reševanja sporov (razsodišč):

- arbitražna (to obliko bodo verjetno predpisale DZU in jo pozna že Ljubljanska borza);
- ombudsman (to obliko vzpostavlja Zavarovalno združenje);
- mediacija;
- conciliacija;
- odbor za potrošniške pritožbe, ipd.

Obliko, sestavo, način ter postopek odločanja predpiše DZU s svojim notranjim aktom ter ga javno objavi. DZU mora tudi z vsemi elementi sheme seznaniti bodoče vlagatelje v investicijske sklade oziroma dobro poučene investitorje, katerim bo upravljala finančno premoženje.

3.2.9. Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb

Za preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v redno delniško družbo oziroma investicijsko družbo se do sprejema posebnega zakona uporabljajo določbe ZISDU in ZPSPID (rok: 31.12.2003).

ZISDU-1 uvaja dodatno možnost preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb v vzajemni sklad. Vzajemni sklad se oblikuje iz PID tako, da DZU prenese premoženje in obveznosti PID v vzajemni sklad. Sprejme tudi pravila upravljanja in s skrbnikom sklene pogodbo o opravljanju skrbniških storitev (formalno se šteje, da se je PID preoblikovala v vzajemni sklad z dnem, ko Agencija izda določbo, s katero potrdi uskladitev). DZU mora zahtevo za upravljanje vzajemnega sklada vložiti na Agencijo najkasneje v roku 12 mesecev od dneva prejema odločbe Agencije iz prejšnjega stavka. Vzajemni sklad ima v nadaljevanju še največ dve leti, od prejema odločbe Agencije, naložbe usklajene najmanj z določbami V. poglavja ZISDU. Vzajemni sklad, ki je nastal na tak način, sme sprejemati nova vplačila oziroma prodajati nove enote premoženja vzajemnega sklada šele z dnem pravnomočnosti odločbe Agencije o popolni uskladitvi z določbami ZISDU-1.

3.2.10. Uskladitev investicijskih družb nastalih iz PID-ov

Investicijska družba se uskladi z določbami ZISDU-1 v štirih letih- najkasneje v štirih letih po prejemu odločbe ATVP o uskladitvi investicijske družbe se mora ID preoblikovati v vzajemni sklad. Preoblikovanja investicijske družbe v vzajemni sklad ni potrebno izvesti, v kolikor delničarji z najmanj tričetrtinsko večino vsega kapitala ID sprejmejo sklep, da se investicijska družba ne preoblikuje v vzajemni sklad. Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v vzajemne sklade se izvrši po enakem postopku kot preoblikovanje investicijskih družb v vzajemne sklade.

3.2.11. Uskladitev vzajemnih skladov

Vzajemni sklad se uskladi z določbami ZISDU-1 v dveh letih- najkasneje v dveh letih prejme odločbo ATVP o uskladitvi. Do dopolnitve uskladitve vzajemnega sklada morajo pravila upravljanja vzajemnega sklada, prospekt in vsa promocijska literatura v imenu oziroma firmi VS vsebovati označbo "poseben vzajemni sklad".

Največja novost zakona je ta, da je tujim investicijskim skladom dovolil poslovanje v Sloveniji. Zakon prav tako dovoljuje domačim skladom, da vlagajo v tuje vrednostne papirje (do sedaj je bilo dovoljeno le 10 odstotkov takšnih naložb). Obe določbi sta izjemno pomembni za vlagatelje. Prihod tujih skladov bo tako povečal konkurenco in po vsej verjetnosti tudi znižal upravljalske provizije. Še pomembneje pa je, da bo več tujih skladov ponujalo nove oblike naložbenih politik, tako da bodo vlagatelji imeli več možnosti izbiranja med zelenimi kombinacijami tveganja in donosa (Mastnak, 2002, str. 18-19).

4. POSLOVANJE POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB V OBDOBJU 1994 DO 2002

Da so bili PID-i sploh lahko ustanovljeni, je bilo potrebno predhodno prepričati državljane Slovenije, da so jim zaupali svoje lastniške certifikate. Le-te so potem v skladu z razpisanimi pogoji Sklada RS za razvoj oziroma Slovenske razvojne družbe zamenjevali za delnice in deleže podjetij ter nepremičnine.

S tako pridobljenim premoženjem oziroma portfeljem so v družbah za upravljanje upravljali, pri čemer so bili dolžni upoštevati opredeljeno investicijsko politiko pooblaščenega investicijskega sklada. Le-ta je bila objavljena v Prospektih za vpis in vplačilo delnic, v vsakoletnih poslovnih načrtih in v Statutih pooblaščenih investicijskih družb.

4.1. Kratek pregled prehojene poti od leta 1994

Obdobje zbiranja lastniških certifikatov se je začelo 18. julija 1994 in se je zaključilo sredi leta 1998. Skupno je bilo v Sloveniji izdanih 567,2 mlrd SIT lastniških certifikatov in sicer so bili upravičeni vsi državljani, ki so bili vpisani v državljansko knjigo na dan 05.12.1992 in sicer v vrednosti 100.000 do 400.000 SIT.

Državljeni Republike Slovenije smo torej brezplačno prejeli lastniške certifikate. Glede na željo posameznika smo lahko le-te porabili na več načinov (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 47):

- pridobili delnice v okviru notranje razdelitve v podjetju, kjer smo bili zaposleni;
- kupili delnice podjetij, ki se preoblikujejo z javno prodajo delnic;
- kupili delnice ali drugo premoženje Republike Slovenije ter podjetij v njeni lasti, ki se ponujajo javnosti v zamenjavo za lastniške certifikate;
- pridobili delnice pooblaščenih investicijskih družb.

Izdani lastniški certifikati so se v procesu privatizacije porabili na naslednje namene:

- za nakup delnic pooblaščenih investicijskih družb v višini.....327,4 mlrd SIT ali 58%;
- za nakup delnic podjetij v višini.....193,5 mlrd SIT ali 34%;
- neporabljeni ostanek v višini.....46,2 mlrd SIT ali 8%.

Na tem mestu bi želela zgolj opozoriti na dejstvo, da je bilo v začetni fazi namenjenih za nakup delnic pooblaščenih investicijskih družb zgolj 20% sredstev, torej je bilo dejansko namenjenih 38% več. To potrjuje dejstvo o pomembnosti pooblaščenih investicijskih družb z odpravo družbene lastnine.

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

- 40% družbenega kapitala se prenese institucionalnim lastnikom (skladom);
- 20% družbenega kapitala je namenjeno brezplačni interni razdelitvi delnic v zameno za lastniške certifikate, ki jih Republika Slovenija izda vsem svojim državljanom;
- 40% družbenega kapitala je namenjeno odplačni privatizaciji z zakonsko določenimi načini oziroma njihovo kombinacijo: notranjim odkupom delnic, javnim razpisom z zbiranjem ponudb, javno prodajo delnic ter posebno metodo prodaje vseh sredstev podjetja.

Obdobje zamenjav lastniških certifikatov za delnice in deleže ter nepremičnine na javnih razpisih in dražbah Sklada RS za razvoj oziroma Slovenske razvojne družbe je potekalo od decembra 1994 do decembra 2001.

Tabela 8: Javni razpisi ali dražbe po posameznih obdobjih in vrednost oziroma odstotek zamenjav lastniških certifikatov.

Datum	Javna dražba ali javni razpis	Vrednost v mlrd SIT	Kumulativna vrednost	%
07.12.1994	1. javna dražba	3,4	3,4	1,0
08.03.1995	2. javna dražba	12,0	15,4	4,9
10.07.1995	3. javna dražba	7,48	22,88	7,3
04.12.1995	4. javna dražba	20,1	42,98	13,7
15.04.1996	5. javna dražba	24,5	67,48	21,5
09.09.1996	1. javni razpis	22,5	89,98	28,6
16.12.1996	2. javni razpis	18,4	108,38	34,5
26.05.1997	3. javni razpis	17,7	126,08	40,1
15.12.1997	4. javni razpis	20,3	146,38	46,6
29.06.1998	5. javni razpis	26,5	172,88	55,0
27.11.1998	6. javni razpis	-	-	-
1999	-	-	-	-
28.02.2000	7. javni razpis	68,6	241,48	76,9
25.05.2001	8. javni razpis	-	-	-
02.11.2001	9. javni razpis	72,7	314,18	100,0
Stečajni			8,8	

Vir: Gradivo s seminarja ZDZU- GIZ, Maribor, hotel Habakuk, 6. ter 7. marec 2003.

V skladu z Navodilom o načinu izvedbe zmanjšanja stanja lastniških certifikatov zaradi stečajev (Uradni list št. 3/200) so morali vsi PID-i zmanjšati vrednost zbranih lastniških certifikatov za 8,8 mlrd SIT, kar predstavlja 2,7% vseh zbranih certifikatov.

Na vseh javnih dražbah oziroma javnih razpisih so PID-i sicer zamenjali lastniške certifikate za delnice, ki spadajo danes med najbolj tržne vrednostne papirje, vendar pa je tudi res, da so prejeli veliko netržnega premoženja.

Če primerjam podatke o prometu na Ljubljanski borzi za štiri najbolj prometne družbe, lahko vidim, da so za nakupe delnice Lek, Krka, Mercator in Pivovarna Union vsi PID-i zagotovili skupaj le 15,3 mlrd SIT (ali 5% vseh izdanih certifikatov) po cenah na dan 01.01.1993.

Obdobje sprejemov novih zakonov oziroma dopolnitve obstoječih prikazujem še v tabeli 9. Namen tabele je prikazati kronološko sprejetje zakonov s ključnimi značilnostmi ter številom zamenjanih certifikatov.

Tabela 9: Prikaz pomembnejših značilnosti sprejetih zakonov ter odstotek zamenjanih lastniških certifikatov.

Sprejeti zakoni	Pomembnejše značilnosti zakonov	Zamenjani lastniški certifikati (LC)
ZISDU 11.02.1994	Prvi ZISDU	1,0%
1995	-	13,7%
ZZSPID 25.10.1996	Zagotavljanje sredstev PID-ov do 31.12.1997	34,5%
ZISDU A 09.05.1997	Dopolnitve ZISDU: povezane osebe	46,6%
ZISDU B 13.02.1998	Dopolnitve ZISDU: prepoved preoblikovanja v d.d. do 13.03.1999.	55,0%
ZZLPPO 16.04.1998	Premoženje v devetih mesecih (do 01.12.1999).	
ZZLPPO A 26.02.1999	Premoženje do 01.08.1999.	
ZISDU C 15.04.1999	Prepoved preoblikovanja v d.d. do 13.03.2000.	55,0%
ZPSPID 28.06.1999	Pokojninski bon, rok za preoblikovanje PID do 13.07.2002, nominala PID 100 SIT.	
2000	-	76,9%
2001	-	76,9%
ZPSID A 04.07.2002	Rok za preoblikovanje PID-ov je 31.12.2002.	100,0%
ZISDU-1 18.12.2002	Novi ZISDU-1.	
2003	?	100,0%

Vir: Gradivo s seminarja ZDZU- GIZ, Maribor, hotel Habakuk, 6. ter 7. marec 2003.

5. PROBLEMATIKA PREOBLIKOVANJA PID-ov

Problematika preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb je bila v preteklih letih že večkrat predmet različnih zakonodajnih rešitev, ki so se tako rokovno kot tudi vsebinsko spreminjale. Skupno je bilo sprejetih več zakonskih rešitev in sicer po naslednjem vrstnem redu:

A) V **Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje- ZISDU** (Uradni list RS, št. 6/ 11.02.1994) je bilo v štirih odstavkih 143. člena z naslovom "Uskladitev naložb in poslovanje z določbami o investicijskih družbah" navedeno, kdaj in kako naj bi potekalo preoblikovanje.

V prvem odstavku navedenega člena je bilo navedeno, da se morajo PID-i v roku 5-ih let od uveljavitve zakona pričeti usklajevati z določbami iz I. do IX. poglavja ZISDU in se uskladiti v roku nadaljnjih 5-ih let. Ker je ZISDU začel veljati 13.03.1994, bi se prvotno zastavljeni končni rok za preoblikovanje (5+5 let) iztekel 13.03.2004.

V drugem odstavku 143. člena je določeno, da Agencija za trg vrednostnih papirjev predpiše način postopnega usklajevanja z določbami iz I. do IX. poglavja in način, na katerega je pooblaščen investicijska družba dolžna poročati o takšnem usklajevanju.

V tretjem odstavku 143. člena je navedeno, da če PID v roku iz 1. odstavka tega člena ne uskladi svojih naložb in poslovanja z določbami iz prvih devetih poglavij zakona, je nadzorni svet dolžan v roku 60 dni po izteku roka za uskladitev sklicati skupščino delničarjev, ki odloča, bodisi da se začne likvidacija pooblaščen investicijske družbe, bodisi pa da se pooblaščen investicijska družba preoblikuje v redno delniško družbo.

V četrtem odstavku navedenega člena je navedeno, da če nadzorni svet ne skliče skupščine delničarjev ali če skupščina delničarjev ne sprejme ene od odločitev iz prejšnjega odstavka tega člena, vloži Agencija za trg vrednostnih papirjev predlog za začetek postopka redne likvidacije pooblaščen investicijske družbe.

Pooblaščen investicijske družbe so torej bile dolžne pričeti postopno usklajevanje naložb in poslovanja z določbami ZISDU o investicijskih družbah. Kot sankcija za neizpolnitev te dolžnosti je bila predvidena bodisi likvidacija PID-a, bodisi njeno preoblikovanje v redno delniško družbo.

Zakonski pogoji za preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb po ZISDU: družba za upravljanje je imela dve možnosti preoblikovanja, smer preoblikovanja je bila v določeni meri odvisna od upravljalca, v veliki meri pa od kvalitete premoženja.

Možnost preoblikovanja v investicijsko družbo je bila določena na naslednji način:

- da mora imeti ID najmanj 60% svojih sredstev naloženih v tržne vrednostne papirje;
- da ne sme imeti ID več kot 10% sredstev v vrednostnih papirjih posameznega izdajatelja;
- da ne sme imeti ID naložbe v družbe z omejeno odgovornostjo ter nepremičnine.

Druga možnost preoblikovanja v redno delniško družbo pa je bila določena in sicer:

- največ 2% vseh naložb je v tržnih vrednostnih papirjih;
- takšna omejitev ne velja za vrednostne papirje, pri katerih je PID že pridobil kvalificirani delež, to je več kot 25%;
- sestava naložb mora biti vsaj šest mesecev pred zasedanjem skupščine v skladu s predhodnima alineama;

- delnice PID morajo biti uvrščene na organiziran trg vsaj šest mesecev;
- sklep o spremembi dejavnosti sprejme skupščina PID s 3/4 večino oddanih glasov.

B) V zakonu o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje- ZISDU B (Uradni list RS, št. 10/13.02.1998) je bil dopolnjen 143. člen z novim, 143.a členom, ki je prepovedal preoblikovanje v redno delniško družbo pred 13.03.1999, po tem datumu pa določil nove pogoje (zapisani v prejšnjem odstavku), ki morajo biti izpolnjeni, da lahko Skupščina sprejme sklep o spremembi dejavnosti. Novela je tudi določila, da mora PID pred vpisom spremembe dejavnosti v sodni register pridobiti dovoljenje ATVP za preoblikovanje.

C) V zakonu o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje ZISDU C (Uradni list RS, št. 26/15.04.1999) se je v 1. odstavku 143.a člena datum "13.03.1999" nadomestil z datumom "13.03.2000", kar pomeni, da se je rok za prepoved preoblikovanja v redno delniško družbo podaljšal še za eno leto, torej do 13.03.2000.

C) V zakonu o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju PID-ZPSPID (Uradni list RS št. 50/28.06.1999) pa je bil v 33. členu določen novi rok za preoblikovanje in sicer tri leta od uveljavitve zakona, čeprav je Združenje družb za upravljanje- GIZ predlagalo rok 3 leta od dokončne zapolnitve privatizacijske vrzeli, kar bi bilo edino logično. Vse pooblaščenice investicijske družbe v Sloveniji bi se morale najkasneje do 13.07.2002 preoblikovati in sicer, bodisi v investicijsko družbo (kot je opredeljena v zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje), bodisi v redno delniško družbo.

V primeru, da družba za upravljanje do navedenega termina ne preoblikuje pooblaščenice investicijske družbe, ki jo upravlja, ji preneha dovoljenje za upravljanje pooblaščenice investicijske družbe in izgubi pravico do provizije po pogodbi o upravljanju.

Pri svojem poslovanju mora investicijska družba (ID) svoja sredstva naložiti le v tiste oblike, ki so v skladu s pogoji in omejitvami, kot so navedena v ZISDU in sem jih že malo prej omenila.

E) V Zakonu o spremembah in dopolnitvah zakona o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb- ZPSPID A (Uradni list RS, št. 58/04.07.2002) pa je bil s spremembami in dopolnitvami prvega odstavka 33. člena zakona podaljšan rok za preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb s 13.07.2002 na 31.12.2003.

V tabeli 10 prikazujem posamezne zakone o pogojih in načinu preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb ter možne načine preoblikovanja PID-ov.

Tabela 10: Možni načini preoblikovanja PID-ov kot jih dovoljuje zakonski okvir.

Zakoni o pogojih in načinu preoblikovanja PID	Možni načini preoblikovanja PID-ov		
	Investicijski sklad	Redna d.d.	Vzajemni sklad
ZISDU 11.02.1994	DA	-	-
1995	DA	-	-
1996	DA	-	-
1997	DA	-	-
ZISDU B 13.02.1998	DA	Prepoved od 13.03.1999 do 13.03.1999. Določeni pogoji za preoblikovanje.	-
ZISDU C 15.04.1999	DA	Prepoved od 13.02.1998 do 13.03.2000.	
ZPSPID 28.06.1999	Rok za preoblikovanje PID podaljšan do 13.07.2002.		
2000	DA	DA po 13.03.2000.	
2001	DA	DA	
ZPSID A 04.07.2002	Rok za preoblikovanje PID podaljšan do 31.12.2003.		
ZISDU 1 18.12.2002	DA	DA	DA
2003	?	?	?

Vir: Gradivo s seminarja ZDZU- GIZ, Maribor, hotel Habakuk, 6. ter 7. marec 2003.

Iz zgornje tabele je razvidno, da je bil način preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb v investicijske družbe možen ves čas, v obdobju od leta 1994 pa vse do današnjih dni. Preoblikovanje v redne delniške družbe je bilo zakonsko dovoljeno v letu 2000. Kot tretja alternativa preoblikovanja PID-ov, preoblikovanje v vzajemne sklade, pa je bila opredeljena šele nedavno- v novem Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1).

V zvezi s problematiko zagotavljanja sredstev PID- ov je bilo sprejetih več zakonskih rešitev, med katerimi zlasti:

1) **Zakon o zagotavljanju sredstev pooblaščenim investicijskim družbam zaradi zamenjave teh sredstev za zbrane lastniške certifikate- ZZSPID** (Uradni list RS, št. 59/ 25.10.1996), ki je v 4. členu določil, da mora biti premoženje dano PID-om do 31.12.1997 ter da se bo s posebnim zakonom določil rok, po katerem imajo PID-i pravico, da uveljavijo svoje terjatve do države iz njenega premoženja neposredno.

2) **Zakon o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe- ZZLPPO** (Uradni list RS, št. 30/ 16.04.1998), ki je v 57. členu določil, da če v roku 9-ih mesecev od uveljavitve zakona PID-om ni ponujeno v prodajo premoženje za

celotno zapolnitev privatizacijske vrzeli, pridobijo PID-i pravico iz 5. člena ZZSPID. To pomeni, da je bil določen novi rok in sicer 01.02.1999 (01.05.1998+9 mesecev = 01.02.1999).

- 4) **Zakon o spremembi zakona o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe- ZZLPPO A** (Uradni list RS, št. 12/ 26.02.1999), ki je podaljšal rok za uveljavitev pravic PID-ov za 6 mesecev naprej in sicer na 01.08.1999 s tem, da je navedeni zakon stopil v veljavo 27.02.1999, torej že po roku iz osnovnega zakona.

6. KRONOLOŠKI PREGLED PREOBLIKOVANJA PID-ov V SLOVENIJI

Pooblaščenice investicijske družbe so združitev opravile tako, da so se vsi PID-i pripojili k enemu od že obstoječih investicijskih skladov. Kot primer naj navedem Triglav DZU d.o.o., ki je sprva vse do leta 1998 prikazoval devet PID-ov, nato pa je v tem letu imel vsa svoja sredstva naložena le še v dveh pidih (Triglav steber I ter II PID d.d.).Razlog za navedeno ravnanje je večja racionalnost upravljanja enega PID-a v okviru ene družbe za upravljanje v primerjavi s situacijo, v kateri družba za upravljanje upravlja več PID-ov (Zajec, 2000, str. 20).

Možne smeri preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb so predstavljale v sledečih smereh:

- preoblikovanje v zaprti investicijski sklad;
- preoblikovanje v odprti investicijski sklad;
- preoblikovanje v redno delniško družbo- holding;
- likvidacija;
- opredelitev zakonskih možnosti za posebne oblike skladov (rizični, nepremičninski).

Veliko PID-ov se je odločilo za preoblikovanje v redno delniško družbo oziroma holding. Nekateri pa so se odločili za razdelitev na dve novi družbi- na PID ter holding, ali pa na tri nove družbe- na ID, PID in holding, kar je tudi razvidno iz tabele 11.

Prvi odstavek 143.a člena ZISDU C je prepovedal preoblikovanje PID-ov v holding pred 13.03.2000, vendar pa so se nekateri PID-i preoblikovali že pred februarjem leta 1998. Iz tabele 11 lahko vidimo, da so to bili PID-i Capinvest, Zlati medaljon, Kompas sklad 3, Aktiva Avant 3 ter Dadas 1. Naj le omenim zadnjega, ki se je preoblikoval v redno delniško družbo in se pozneje preimenoval v družbo Octans. Kaj se dogaja s premoženjem te družbe, pa ni znano (Grgič, 1999, str. 6).

Pooblaščen družba za upravljanje, katera je imetnik delnic PID-a in le-tega tudi upravlja, nima pravice glasovati o preoblikovanju in nihče ne more uresničevati glasovalne pravice iz teh delnic na njen račun.

Največji problem pri začetku postopka preoblikovanja so predstavljali nezapolnjeni PID-i, vendar pa z 21.12.2001 ni več privatizacijske vrzeli. Ta dan so PID-i sprejeli ponujeni sveženj premoženja v velikosti 72,4 mlrd SIT s strani Slovenske razvojne družbe. S tem se je iztekla njihova vloga privatizacijskega posrednika, za katero so bili pooblaščen s strani zakonodajalca.

Kvaliteta premoženja igra ključno vlogo pri preoblikovanju PID-ov v vzajemne sklade. V novem Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) je navedeno, da vsaj 90% naložb PID-a oziroma njegovega dela, ki se želi preoblikovati v vzajemni sklad, mora biti tržnih. S tem se omogoča, da se lahko izplača vlagatelje, ki izstopijo iz sklada, po čisti vrednosti enote premoženja. Ta lastnost odprtega investicijskega sklada predstavlja zaščito vlagateljem pred morebitnim slabim upravljanjem sklada. Pred časom je prof. Dušan Mramor rekel: "Ne mislim, da je vzajemni sklad najboljša rešitev za naše PID-e, je pa po mojem mnenju najmanj slaba."

Holdingi ali redne delniške družbe ne bodo več pod nadzorom Agencije za trg vrednostnih papirjev. Po besedah Metoda Logarja naj bi se v prihodnje skoncentriralo tudi lastništvo znotraj samih holdingov. Same naložbe holdingov so že sedaj usmerjene le na nekaj podjetij, kar bo v prihodnje še toliko bolj poudarjeno (primer Setev d.d., kjer je prišlo do združitve treh PID-ov- Setev PID, Trgatev PID ter Plod PID d.d.).

Pooblaščen investicijske družbe so se torej že začele preoblikovati v letu 1997. V tabeli 11 prikazujem vsa dosedanja preoblikovanja ter tudi pooblaščen investicijske družbe, katere so še v samem postopku. Preoblikovane PID-e sem razvrstila kronološko ter navedla njihovo novo ime in način preoblikovanja v odstotkih.

Tabela 11: Preoblikovani in še ne preoblikovani PID-i po posameznih letih.

Leta 1997/1998

PID	Novo ime	Način preoblikovanja
Capinvest 1, d.d.	Capita, d.d.	RDD (100%)
Zlati medaljon	Medaljon, d.d.	RDD (100%)
Kompas sklad 3, d.d.	Megafin, d.d.	RDD (100%)
Aktiva Avant 3, d.d.	Aktiva Avant finančna družba, d.d.	RDD (100%)
Dadas 1, d.d.	Octans	RDD (100%)

Leta 2000-2003

PID	Novo ime	Način preoblikovanja
PID Kmečka družba	KD PID d.d. KD ID d.d. KD Holding, d.d.	PID (33%) ID (33%) RDD (33%)
PID Mercata	Mercata Holding, d.d. Mercata PID, d.d.	RDD (50%) PID (50%)
PID Mercata 1	Fond Invest d.d. Mercata 1 PID, d.d.	RDD (50%) PID (50%)
PID Certius	Certius holding, d.d.	RDD (100%)
PID KS 1	KS1- naložbe, d.d.	RDD (100%)
PID Pulsar	Pulsar holding, d.d.	RDD (100%)
PID Aktiva Avant 1	PID Aktiva Avant 1 Aktiva Avant finančna družba	PID (38%) RDD (62%)
Pomurska investicijska družba 2	Pooblaščen Pomurska investicijska družba Pom- invest	PID (50%) RDD (50%)
PID Krona Krona	Krona holding	RDD (100%)
PID KS 4	KS 4 naložbe KS sklad 4	RDD (37%) PID (63%)
NFD 1 INVESTICIJSKI SKLAD	NFD 1 INVESTICIJSKI SKLAD	ID (100%)
Atena 1 sklad	Aktiva FIN Atena PID	RDD (54%) PID (46%)
Infond Zlat	Infond Holding Infond ID Infond PID	RDD (50%) ID (24%) PID (26%)
Triglav steber I	Triglav steber I	ID (100%)
Modra linija* Modra linija 2* Modra linija 3*	Modra linija holding, d.d. Modra linija d.d. PID	RDD (36%) PID (64%)
DBP Vizija PID	Vizija 1 PID d.d. Vizija Holding, d.d.	PID (48%) RDD (52%)
Triglav Steber II	Triglav Steber PID, d.d. Triglav finančna družba, d.d.	PID (48%) RDD (52%)
Maksima 1 d.d.* Maksima 2 d.d.* Maksima 3 d.d.*	Maksima Holding d.d. ID Maksima d.d. PID Maksima d.d.	RDD (30%) ID (36%) PID (34%)

V postopku preoblikovanja

PID	Novo ime	Način preoblikovanja
PID Trdnjava 1	Trdnjava 1 Holding d.d.	RDD (100%)
PID Zvon ena	Zvon ena Holding, d.d. Zvon ena ID, d.d.	RDD (83,5%) ID (16,5%)
Nika PID 1	Certius Invest 1 d.d.	RDD (100%)

Legenda:

- PID.....pooblaščen investicijska družba
- ID.....investicijska družba

□ RDD.....redna delniška družba

Opomba:

□ *.....PID-i so se najprej združili, potem pa razdružili v nove pravne osebe.

Vir: Združenje družb za upravljanje- GIZ (13.05.2003).

Zanimivo se mi zdi vprašanje, zakaj ni prišlo do takojšnjega preoblikovanja investicijskih družb ter pooblaščenih investicijskih družb v vzajemne sklade. Po mojem mnenju so nekateri izmed razlogov tudi v sledečem:

- Nevarnost soočenja s problemom, da bi želeli imetniki novih kuponov le-te takoj unovčiti. Čista vrednost sredstev je v večini primerov namreč občutno večja od tržne cene posamezne delnice. V Sloveniji imamo relativno plitek trg kapitala, zato bi sklad ob potencialnih številčnih unovčitvah kuponov, katere bi posledično povzročile razprodajo posameznih naložb, težko dobil željen izkupiček.
- Kvazi tržne naložbe. Rešitev bi bil lahko izračun, da bi ocenjevali dejansko vrednost naložb glede na njihovo likvidnost. Verjetno bi se število naložb, katere so opredeljene kot tržne, zmanjšalo.
- Velik delež delnic PID-ov je v rokah DZU-jev. Ob preoblikovanju bi tako lahko obstajala tudi možnost, da bi le-ti takoj unovčili svoje kupone po dnevni ceni, ki je prvi dan na ravni teoretične cene in sigurno tudi najvišja. S tem bi bili oškodovani predvsem mali delničarji, katerih izkupiček na enoto delnice bi bil v naslednjih dneh znatno nižji.

Leta 1997 in 1998 so v Sloveniji nastali prvi holdingi in sicer: Capita, Medaljon, Megafin, Aktiva Avant finančna družba ter Octans, kot sem tudi prikazala v tabeli številka 11. Agencija za trg vrednostnih papirjev je v začetku leta 1998 začasno zamrznila možnost preoblikovanja PID-ov v finančni holding, saj naj bi v teh primerih šlo za okoriščenje družb za upravljanje na račun delničarjev PID-ov. DZU-ji so namreč kupovali delnice izven organiziranega trga. Z zakonom je bila sprejeta sprememba Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, novela ZISDU B. Dopolnjen je bil 143. člen, kjer so bili opredeljeni pogoji za preoblikovanje v redno delniško družbo po datumu 13.03.1999.

V sredini aprila 1999 je bil sprejet Zakon o spremembi zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, imenovan ZISDU C. Ta zakon je datum preoblikovanja PID-ov v redno delniško družbo 13.03.1999 nadomestil z datumom 13.03.2000.

Tolikošno število preoblikovanj v redne delniške družbe je bilo posledica vrste oziroma kvalitete premoženja PID-ov. Veliko število le-teh namreč v svojem premoženju ni imelo več kot 2% tržnih vrednostnih papirjev in tudi ne denarja.

7. KAJ JE NASTALO IZ 400.000,00 SIT VREDNEGA CERTIFIKATA, VLOŽENEGA V NAKUP DELNIC PID-ov ?

V nadaljevanju diplomske naloge je prikazan posamezni izplen določene DZU ter tržni delež.

Tabela 12: Prikaz tržnega deleža in povprečnega izplena posamezne družbe za upravljanje ter s tem sumarni izračun ponderiranega povprečnega izplena (tečajnica z dne 26.11.2002).

Zap. št. (1)	Naziv DZU (2)	Tržni delež DZU (3)	Povprečni izplen v SIT (4)	Ponderirani povprečni izplen (5 = 3 x 4)
1.	NFD	13,8%	464.282	64.071
2.	AKTIVA	11,3%	257.575	29.106
3.	TRIGLAV DZU	10,4%	515.321	533.593
4.	KBM INFOND	9,4%	375.308	35.279
5.	LB MAKSIMA	9,1%	415.985	37.855
6.	KREKOVA DZU	8,5%	358.399	30.464
7.	KMEČKA DZU	8,4%	369.627	31.049
8.	PROBANKA DZU	4,9%	522.647	25.609
9.	CAP INVEST	4,1%	234.129	9.599
10.	INTARA	3,4%	294.656	10.018
11.	AVIP	3,2%	334.704	10.710
12.	KRONA	2,6%	276.640	7.193
13.	NIKA	2,4%	126.464	3.035
14.	ARKADA DZU	2,1%	229.634	4.822
15.	PRIMORSKI	1,8%	489.804	8.816
16.	PULSAR	1,3%	122.367	1.591
17.	VIZIJA	1,3%	247.000	3.211
18.	S HRAM	1,3%	118.053	1.535
19.	CERTIUS	0,5%	204.000	1.020
	SKUPAJ	100,0%		368.576

Vir: Novinarska konferenca (december 2002), ZDZU- GIZ ter tečajnica Ljubljanske borze z dne 26.11.2002.

Obrazložitev preglednice:

- Družbe za upravljanje (DZU) so v drugem stolpcu razvrščene po velikosti. Kriterij je namreč obseg osnovnega kapitala PID-ov, ki jih upravljajo (oziroma po zbranih lastniških certifikatih). Upoštevani so bili uradni podatki Agencije za trg vrednostnih papirjev iz njihovega poročila za leto 1998 in sicer po stanju na dan 31.12.1998.

- Na osnovi podatkov sem v nadaljevanju izračunala tržni delež posameznega DZU-ja, katere sem prikazala v tretjem stolpcu.
- Povprečni izplen v SIT za vloženi lastniški certifikat, katerega sem prikazala v četrtem stolpcu pomeni, da so bili upoštevani podatki ZDZU- GIZ o vseh dosedanjih statusnih spremembah PID-ov (združitve, razdružitve, preoblikovanja v ID, PID in v redno delniško družbo). Tako se je preračunalo prvotno število delnic PID-a, ki jih je dobil delničar PID-a, ki je vložil vseh 400.000 SIT vredni lastniški certifikat. Preračunalo se je na nove delnice, ki so jih delničarji dejansko dobili po vseh statusnih spremembah. Upoštevala sem tudi borzno tečajnico iz časopisa Delo na dan 26.11.2002, ki se nanaša na delnice PID-ov. Tako na primer znesek 464.282 SIT pri NFD pomeni izplen, ki bi ga prejel delničar, če bi vložil 400.000 SIT lastniških certifikatov v katerikoli PID, ki ga upravlja navedena družba za upravljanje in če bi prodal vseh 1.630 delnic NFD 1 d.d. po ceni 218,70 SIT in 2.180 delnic NFD 2 po ceni 49,45 SIT za eno delnico.
- V petem stolpcu je prikazan preračun. Na osnovi le-tega je razvidno, da predstavlja znesek 368.576 SIT povprečno vrednost, ki bi jo dobila državljanica ali državljan, ki je vložil svojih 400.000 SIT v pooblaščen investicijske družbe, pri čemer sem upoštevala vse statusne spremembe PID-ov in navedeno tečajnico borze.

Izračunana povprečna vrednost 368.576 SIT predstavlja 92% nominalne vrednosti vložnega lastniškega certifikata. Pri tem pa bi želela opozoriti, da navedeni izračun ne upošteva dveh dejstev. Prvič, da se je 5,09% vseh lastniških certifikatov "preselilo" v Prvi pokojninski sklad konec leta 1999 na osnovi Zakona o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju PID tako, da učinki za delničarje iz tega naslova niso upoštevani. Drugič, da so vse pooblaščen investicijske družbe morale na osnovi mnenja Slovenskega inštituta za revizijo opraviti popravek vrednosti lastniških certifikatov zaradi stečajev na osnovi Sklepa o ugotovitvi vrednosti premoženja, ki se preda PID-om za lastniške certifikate (Uradni list RS, št. 72/23.10.1998). Ta sklep je določil, da se 8,5 mlrd SIT odpiše, kar predstavlja 2,6% zbranih lastniških certifikatov v PID-ih. Naknadno je Ministrstvo za ekonomske odnose in razvoj v Delu dne 1.12.1999 objavilo obvestilo, da predstavlja znesek stečajev 9,2 mlrd SIT, kar je skoraj 3% zbranih lastniških certifikatov v PID-ih.

Ob upoštevanju podatka iz predhodnega odstavka ocenjujem, da znesek 368.576 SIT tako predstavlja le 94% vrednosti, ki bi jo dobila državljanica ali državljan, saj bi morala biti "polna" vrednost unovčenega certifikata 393.114 sit na dan 23.11.2002, kar pomeni minimalno manj, kot pa je bila nominalna vrednost lastniškega certifikata (indeks 98,3). Pri tem še ni upoštevan učinek pričakovanega porasta tečajev delnic PID-v do konca leta 2002.

Naj povzamem, da je iz izračunanih podatkov torej razvidno, da je državljanica ali državljan, ki je vložil 400.000 SIT lastniškega certifikata v pooblaščen investicijske družbe po zgornjih

podatkih, v povprečju skoraj v celoti ohranil nominalno vrednost svojega vložka. Rezultat po posameznih PID-ih je sicer različen in variira med 118.053 SIT do največ 520.033 SIT.

SKLEP

V diplomski nalogi podajam značilnosti ter smer preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb v obdobju od leta 1994 pa vse do današnjih dni. Pri pisanju naloge sem se ves čas opirala na zakonski okvir delovanja PID-ov, saj po mojem mnenju le-ta igra odločilno vlogo pri samem preoblikovanju.

Prihodnost investicijskih skladov v Sloveniji je najbolj odvisna od pravnega in gospodarskega okolja, ki bo spodbujalo, ali pa še naprej zaviralo njihov razvoj. Glede na razvoj in globalizacijo ter glede na priključevanje Slovenije v Evropsko unijo je v zadnjem času pomembno vlogo odigral novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1). Le-ta zakon ima najbolj neposredni vpliv in pomeni uskladitev s pravnim redom Evropske unije. Zakon je prinesel mnoge spremembe v slovenske razmere. Med pomembnejše spada možnost opravljanja dodatnih nalog družb za upravljanje in povečanje njihovega osnovnega kapitala. Pomembna pa je tudi noviteta zakona glede poglavja o povezovanju s tujino. Sodelovanje pomeni večjo konkurenco ter boj za obstoj. Vsaka družba za upravljanje mora imeti svojo banko skrbnico, ki skrbi za pravilno poslovanje in odpravo morebitnih nepravilnosti.

Naj še enkrat poudarim, da preko procesa pravno organizacijskega preoblikovanja bodo PID-i postali finančni posredniki, ki jih poznajo razvite tržne ekonomije. Večina netržnega portfelja bo s preoblikovanjem prešla v holding oziroma redno delniško družbo, preostanek pa skupaj s tržnim v investicijski sklad.

Poglavitna prednost preoblikovanja v vzajemni sklad glede na preoblikovanje v investicijsko družbo je, da lahko vlagatelji kaznujejo neučinkovitega upravljalca sklada z izstopom, saj se z njim zmanjša premoženje sklada in s tem nagrada upravljalca. Pri investicijski družbi upravljalec, katerega upravljalška provizija ni ustrezno definirana, pogosto ni ustrezno motiviran za povečanje obsega premoženja delničarjev. Razlog je v tem, da se z izstopom delničarja obseg premoženja v upravljanju ne zmanjša. To je ključna prednost, ki je povezana s preoblikovanjem v vzajemni sklad, ki bi sicer lahko odtehtala vse njegove pomanjkljivosti na drugi strani.

Pri tem seveda ne gre pozabiti na naslednja nesporna dejstva:

1. Družbe za upravljanje niso imele denarnih sredstev za nalaganje v vrednostne papirje, temveč le "lastniške certifikate", ki so jih zbrale pooblaščene investicijske družbe, ki so jih upravljali. Le-teh pa ni bilo možno uporabiti nikjer drugje, kot na javnih razpisih

oziroma dražbah Slovenske razvojne družbe oziroma Sklada RS za razvoj. Kvaliteta ponujenega premoženja, ki izvira iz postopkov lastninskega preoblikovanja, je bila v skladu s kvaliteto celotnega gospodarstva v Sloveniji, ki je v obdobju od 1991 do 1995 leta preživljalo eno najtežjih obdobji v novi državi. V primeru, da bi družbe za upravljanje prejele denarna sredstva namesto lastniških certifikatov, bi bilo realno zahtevati donos, ki bi bil primerljiv z donosi konkurence v tujini.

2. Zaradi nastale privatizacijske vrzeli se je postopek zamenjave lastniških certifikatov za realno premoženje (delnice, deleže in nepremičnine) podaljšal in sicer na mesec februar 2002, kar pomeni, da je celotni postopek trajal skoraj 8 let. Tako je veliko družbenih podjetij poslovalo brez vpliva zunanjih lastnikov dlje časa kot bi to sicer lahko bilo potrebno. Podatki, s katerimi razpolaga CEEPN oziroma njihova analiza, ki je bila predstavljena na 4. letni razvojni konferenci v okviru Svetovne banke januarja 2003 v Kairu kaže, da so najboljše rezultate dosegala podjetja s pretežno zunanjimi lastniki, slabše pa državno vodena podjetja.
3. Kvaliteta ponujenega premoženja s strani Slovenske razvojne družbe oziroma Sklada RS za razvoj je bila v delu, ki se nanaša na dopolnilno premoženje, ki je bilo ponujeno s strani države (oziroma Vlade na osnovi njenih sklepov) za zapolnitev privatizacijske vrzeli skoraj izključno netržno in tudi v znatni meri precenjeno, kar je posledično povzročilo velike izgube v poslovanju PID-ov. Obseg tako ponujenega dopolnilnega premoženja je po podatkih Združenja družb za upravljanje- GIZ predstavljal več kot 60% skupnega premoženja, ki je bilo dano pooblaščenim investicijskim družbam.
4. Relativno malo družbenih podjetij se je po lastninskem preoblikovanju odločilo za uvrstitev svojih delnic v kotacijo na Ljubljansko borzo vrednostnih papirjev. Podatki kažejo, da od 1485 podjetij, ki so zaključila proces lastninskega preoblikovanja, je le približno 55 družb ali manj kot 4% tistih, s katerimi se trguje na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev (stanje na dan 05.06.2003). Konkretni podatki so namreč naslednji:
 - 32 družb je uvrščenih v borzno kotacijo- redne delnice;
 - 1 družba je uvrščena v borzno kotacijo- prednostne delnice;
 - 97 družb je uvrščenih na prosti trg- redne delnice, s tem da se kolikor toliko redno trguje le s približno 20 delnicami;
 - 2 družbi sta uvrščeni na prosti trg- prednostne delnice.

Pri tem seveda ne gre pozabiti na dejstvo, da so bila najboljša podjetja v Sloveniji že prevzeta (kot na primer LEK s strani Novartisa oziroma SKB BANKA s strani Societe Generali) in tudi umaknjena iz borznega parketa.

Diplomsko nalogo zaključujem z mislijo, da je bilo glede na razmere v slovenskem finančnem prostoru delovanje PID-ov dokaj uspešno. Iz izračunanih podatkov v nalogi je razvidno, da je

posameznik, ki je vložil svoj "polni lastniški certifikat" v vrednosti 400.000 SIT, v povprečju skoraj v celoti ohranil nominalno vrednost svojega vložka.

Samo preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb seveda še poteka, če bo le-to tudi uspešno zaključeno, pa bomo videli kmalu.

LITERATURA

1. Grgič Maja: 60% je izginilo. Delo, Ljubljana, 24.12.2002, str. 13.
2. Grgič Maja: Pidi bodo po novem lahko vzajemni skladi. Delo, Ljubljana, 03.12.2002, str. 15.
3. Grgič Maja: Pidovska preoblikovanja. Slovenski delničar, Ljubljana, 1999, 34, str. 6.
4. Jerman Roman: Vloga institucionalnih investitorjev na slovenskem trgu kapitala. Letno poročilo NLB o trgu kapitala, Ljubljana 2002, str. 40-42.
5. Mastnak Simon: Naložbe v vzajemne sklade so donosne in dovolj varne. Finance, 2002, str. 18-19.
6. Pahor Marko: Investicijski skladi. Mramor Dušan, ur., Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000, str. 87-105.
7. Ribič Mirjana, Aleksander Štravs: Borza vrednostnih papirjev. Novi forum, Ljubljana, 1995, str. 75-77.
8. Simoneti Marko et al.: Efficiency of mass privatization vs. gradual privatization: Owner and seller effects on performance of companies in Slovenia. Ljubljana: CEEP, 2003, 13 str.
9. Toplak Simona: Pogled na ZISDU pred prvo parlamentarno obravnavo. Finance, 03.05.2001, str. 6.
10. Toplak Simona: Predlog ZISDU potrebuje le malo lišpa. Finance, Ljubljana, 08.06.2001, str. 5.
11. Toplak Simona: ATVP za milejša pravila pri preoblikovanju PID-ov. Finance, Ljubljana, 30.03.2001, str. 3.
12. Toplak Simona: Tako je govoril Mramor. Finance, Ljubljana, 11.12.2002, str. 3.
13. Zajec Matej: Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb. Magistrsko delo. Ljubljana: Univerza v Ljubljani, 2000. 95 str.
14. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji- (ne)uspeh in za koga. Postojna: Dej, 1999. 421 str.

VIRI

1. Gradivo s seminarja ZDZU- GIZ, Maribor, hotel Habakuk, 6. ter 7. marec 2003.
2. Interni podatki Agencije za trg vrednostnih papirjev, 2002.
3. Interni podatki Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, 2002.
4. Interni podatki Združenja družb za upravljanje- GIZ, 2002 ter 2003.
5. Interni podatki Ministrstva za finance, 2003.
6. Osebni razgovori z vodilnimi v družbah za upravljanje: Aktiva DZU d.o.o. (Andrej Urbas), NFD DZU d.o.o. (Stanislav Valant), S Hram DZU d.d. (Metod Logar), Probanka DZU d.d. (Miha Vagel), Triglav DZU d.o.o. (Miroslav Kebrič) ter še z ostalimi: Ljubljanska borza d.d. (Tomaž Klemenc), ZDZU- GIZ (Karmen Rejc), ATVP (Duška Malerič).
7. Navodilo o načinu izvedbe zmanjšanja stanja lastniških certifikatov zaradi stečajev (Uradni list RS, št. 3/2000).
8. Podatki Ljubljanske borze na dan 01.01.1993.
9. Poslovanje vzajemnih skladov [URL:<http://www.vzajemni-skladi.net>], 2002 ter 2003.
10. Podatki Združenja družb za upravljanje investicijskih skladov. [URL:<http://www.giz-zdu.si>], 2003.
11. Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ZISDU-1 (Poročevalec DZ RS, št. 103, 2002).
12. Lastninsko preoblikovanje podjetij (Poročilo o delu agencije RS za prestrukturiranje in privatizacijo, 2000, str. 120).
13. Sintezno poročilo o lastninskem preoblikovanju (Poročevalec DZ RS, št. 24, 1995).
14. Sklep o ugotovitvi vrednosti premoženja, ki se preda PID-om za lastniške certifikate (Uradni list RS, št. 72/13.10.1998).
15. Tečajnica Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, 26.11.2002, št. 225/02: Finance, Ljubljana, dne 26.11.2002.

16. Zakon o bančništvu (Uradni list RS, št. 7/99).
17. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94, 68/96).
18. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje- ZISDU A (Uradni list RS, št. 25/09.05.1997).
19. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje- ZISDU B (Uradni list RS, št. 10/13.02.1998).
20. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje- ZISDU C (Uradni list RS, št. 26/15.04.1999).
21. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/92, 7/93, 31/93 in 43/93).
22. Zakon o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 50/99).
23. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 58/04.07.2002).
24. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99).
25. Zakon o zagotavljanju sredstev pooblaščenim investicijskim družbam zaradi zamenjave teh sredstev za zbrane lastniške certifikate (Uradni list RS, št. 59/25.10.1996).
26. Zakonodaja Republike Slovenije. [URL:<http://www.dz-rs.si/>], 2002 ter 2003.
27. Zakon o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe (Uradni list RS, št. 30/16.04.1998).
28. Zakon o spremembi zakona o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe (Uradni list RS, št. 12/26.02.1999).

PRILOGA

PRILOGA ŠT. 1: Naložbe vzajemnih skladov (v mio SIT) na dan 31.12. po posameznih letih v obdobju od leta 1996 do leta 2001 ter na dan 31.8.2002.

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Celotne naložbe VS	2.297	2.817	4.533	8.822	10.744	14.686	40.109
Delnice	1.031	1.709	3.212	6.912	8.475	11.480	28.333
⇒ Organizirani trg	894	1.534	3.013	6.615	8.424	11.412	28.134
⇒ Neorganizirani trg	137	175	198	298	51	68	199
Obveznice	666	641	767	1.068	1.307	1.820	7.114
⇒ Državne	170	198	331	365	354	716	3.757
⇒ druge	496	442	436	703	953	1.104	3.357
Kratkoročni vredn. papirji	196	176	36	410	359	106	1.479
⇒ državni	0	0	14	89	359	106	1.479
⇒ BS	196	164	22	322	0	0	0
⇒ drugi	0	12	0	0	0	0	0
Tuji vrednostni papirji					192	189	248
Vrednostni papirji, denar, terjatve in nepremičnine	228	110	195	334	385	385	1.112
Naložbe v bankah in drugih finančnih organizacijah	176	182	324	97	707	707	1.823

Vir: Predlog ZISDU-1, Poročevalec DZ RS, št. 103, 25. oktober 2002.

PRILOGA ŠT. 2: Struktura naložb vzajemnih skladov (v odstotkih) na dan 31.12. po posameznih letih v obdobju od leta 1996 do leta 2001 ter na dan 31.8.2002.

Stanje	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Celotne naložbe VS	100,0	100,0	100,07	100,0	100,0	100,0	100,0
Delnice	44,9	60,6	0,8	78,4	78,9	78,2	70,6
⇒ Organizirani trg	38,9	54,4	66,5	75,0	78,4	77,7	70,1
⇒ Neorganizirani trg	6,0	6,2	4,4	3,4	0,5	0,5	0,5
Obveznice	29,0	22,7	16,9	12,1	12,2	12,4	17,7
⇒ Državne	7,4	7,0	7,3	4,1	3,3	4,9	9,4
⇒ druge	21,6	15,7	9,6	8,0	8,9	7,5	8,4
Kratkoročni vredn. papirji	8,5	6,3	0,8	4,7	3,3	0,7	3,7
⇒ državni	0,0	0,0	0,3	1,0	3,3	0,7	3,7
⇒ BS	8,5	5,8	0,5	3,6	0,0	0,0	0,0
⇒ drugi	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tuji vrednostni papirji					1,8	1,3	0,6
Vrednostni papirji, denar, terjatve in nepremičnine	9,9	3,9	4,3	3,8	2,0	2,6	2,8
Naložbe v bankah in drugih finančnih organizacijah	7,7	6,5	7,1	1,1	1,9	4,8	4,5

Vir: Predlog ZISDU-1, Poročevalec DZ RS, št. 103, 25. oktober 2002.

PRILOGA ŠT. 3: Naložbe investicijskih družb (v mio SIT).

Stanje na dan	30.6.2002	31.7.2002	31.8.2002
Celotne naložbe ID	82.277	98.601	131.948
Delnice	77.192	94.581	124.700
⇒ Delnice- organizirani trg	58.506	70.442	97.064
⇒ Delnice- neorganizirani trg	18.686	24.139	27.636
Obveznice	2.868	3.199	3.533
⇒ Državne	1.613	1.671	1.584
⇒ Druge	1.254	1.527	1.949
Kratkoročni vredn. Papirji	0	0	298
⇒ državni	0	0	298
⇒ BS	0	0	0
⇒ drugi	0	0	0
Vrednostni papirji, denar, terjatve in nepremičnine	1.898	352	2.023
Naložbe v bankah in drugih finančnih organizacijah	320	469	1.393
Neporabljeni lastn. certifikati	0	0	0

Vir : Predlog ZISDU-1, Poročevalec DZ RS, št. 103, 25. oktober 2002.

PRILOGA ŠT. 4: Struktura naložb investicijskih družb (v odstotkih).

Stanje na dan	30.6.2002	31.7.2002	31.8.2002
Celotne naložbe ID	100,0	100,0	100,0
Delnice	93,8	95,9	94,5
⇒ Organizirani trg	71,1	71,4	73,6
⇒ Neorganizirani trg	22,7	24,5	20,9
Obveznice	3,5	3,2	2,7
⇒ Državne	2,0	1,7	1,2
⇒ Druge	1,5	1,5	1,5
Kratkoročni vredn. Papirji	0,0	0,0	0,2
⇒ državni	0,0	0,0	0,2
⇒ BS	0,0	0,0	0,0
⇒ drugi	0,0	0,0	0,0
Vrednostni papirji, denar, terjatve in nepremičnine	2,3	0,4	1,5
Naložbe v bankah in drugih finančnih organizacijah	0,4	0,5	1,1
Neporabljeni lastn. certifikati	0,0	0,0	0,0

Vir: Predlog ZISDU-1, Poročevalec DZ RS, št. 103, 25. oktober 2002.

PRILOGA ŠT. 5: Naložbe pooblaščenih investicijskih družb (v mio SIT) na dan 31.12. po posameznih letih v obdobju od leta 1996 do leta 2001 ter na dan 31.5.2002 in 31.8.2002.

Stanje na zadnji dan leta	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002
Celotne naložbe PID- ov	455.474	526.403	593.224	599.126	573.513	548.131	475.274	329.514
Delnice	145.798	214.764	262.511	269.211	328.063	298.666	378.546	247.015
-Delnice- organizirani trg	19.576	53.987	82.949	104.196	128.702	132.766	177.421	91.857
-Delnice- neorganizirani trg	126.222	160.777	179.561	165.015	199.362	165.900	199.125	155.157
Obveznice	811	1.259	5.614	4.179	4.292	7.766	5.835	2.863
-Državne	19	8	3.707	2.420	1.464	4.676	2.511	967
-Druge	791	1.251	1.907	1.759	2.828	3.091	3.324	1.897
Kratkoročni vredn. Papirji	194	64	31	10	114	30	707	815
-državni	0	0	30	0	114	30	707	815
-BS	184	29	2	10	0	0	0	0
-drugi	0	35	0	0	0	0	0	0
Vrednostni papirji, denar, terjatve in nepremičnine	7.998	10.361	12.602	16.596	53.297	47.800	73.941	60.890
Naložbe v bankah in drugih finančnih organizacijah	1.360	2.289	2.196	2.654	3.456	14.090	17.375	17.718
Neporabljeni lastn. certifikati	299.666	297.666	310.270	306.476	184.289	179.329	870	213

Vir: Predlog ZISDU-1, Poročevalec DZ RS, št. 103, 25. oktober 2002.

PRILOGA ŠT. 6: Struktura naložb pooblaščenih investicijskih družb (v odstotkih) na dan 31.12. po posameznih letih v obdobju od leta 1996 do leta 2001 ter na dan 31.8.2002.

Stanje na zadnji dan leta	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Celotne naložbe PID- ov	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Delnice	32,0	40,8	44,3	44,9	57,2	54,5	75,0
⇒ Organizirani trg	4,3	10,3	14,0	17,4	22,4	24,2	27,9
⇒ Neorganizirani trg	27,7	30,5	30,3	27,5	34,8	30,3	47,1
Obveznice	0,2	0,2	0,9	0,7	0,7	1,4	0,9
⇒ Državne	0,0	0,0	0,6	0,4	0,3	0,9	0,3
⇒ Druge	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6
Kratkoročni vredn. Papirji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
⇒ državni	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
⇒ BS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
⇒ drugi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vrednostni papirji, denar, terjatve in nepremičnine	1,8	2,0	2,1	2,8	9,3	8,7	18,5
Naložbe v bankah in drugih finančnih organizacijah	0,3	0,4	0,4	0,4	0,6	2,6	5,4
Neporabljeni lastn. certifikati	65,8	56,5	52,3	51,2	32,1	32,7	0,1

Vir: Predlog ZISDU-1, Poročevalec DZ RS, št. 103, 25. oktober 2002.